Rieter Fischer Partners

Newsletter

EDITORIAL

Benzin der Börse

Ist das Szenario tiefer Zinsen weiterhin intakt? Wie lange beeinflusst die expansive Geldpolitik der Notenbanken die Wirtschaft noch? Getrieben wird das Geschehen an den Finanzmärkten vom Kapital. Das Geld ist für die Börse wie das Benzin für einen Motor. Diese anschauliche Börsenweisheit stammt vom 1999 verstorbenen Finanzexperten André Kostolany. Seine Aussage ist heute brandaktuell. Droht den Märkten wegen Zinserhöhungen das Geld auszugehen, kann die Börse nicht steigen, auch wenn die Zukunft noch so rosig aussieht. Aber auch der Faktor Psychologie darf nicht unterschätzt werden. Ist die Stimmung an den Kapitalmärkten negativ, will niemand Aktien kaufen. Nun, was hat dieses Kräftemessen von Plus und Minus mit dem aktuellen Börsengeschehen zu tun? Die Zentralbanken in Japan und Europa verfolgen noch immer eine grosszügige Geldpolitik. Solange die Realwirtschaft diese Liquidität nicht absorbiert, suchen die Investoren nach «Renditetrüffeln». Anders in den USA. Hier vollzieht sich gerade die Wende aus monetären hin zu fiskalischen Impulsen. Dadurch geraten die US-Zinsen unter Aufwärtsdruck. Wie schnell die Börse auf Zinserhöhungen reagieren wird, hängt von der Einstellung der Anleger ab. Solange die Börsianer mehr auf positive Unternehmensgewinne und allgemeine Wirtschaftsdaten achten, kann die Notenbank die Zinsen wohl mehrmals anheben, ohne dass die Börse negativ reagiert. Die gegenseitige Beeinflussung von Plus und Minus wäre damit aber nur aufgeschoben.

Patrick Rieter

Keine Angst vor der Elektromobilität

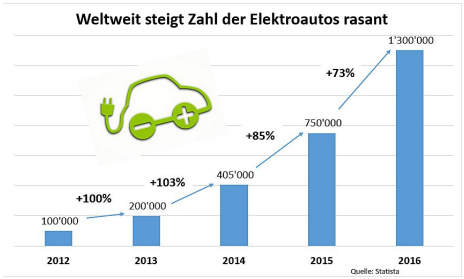
Überlebenskampf für Zulieferer – Wertschöpfung sinkt deutlich

Der Kauf eines Elektroautos ist für viele Automobilisten noch wenig attraktiv. Das liegt im Wesentlichen wohl an der geringen Reichweite sowie dem hohen Preis dieser Stromer. Der erwartete Qualitätssprung bei den Batterien wird diese Nachteile über die nächsten Jahre beseitigen. Unterstützt wird diese Entwicklung von schärferen Klimaschutzregeln in Europa und in China.

Die grossen Autoproduzenten wie Ford und General Motors in den USA sowie BMW und Daimler in Europa haben milliardenschwere Investitionsprogramme lanciert. Die daraus erwarteten technischen Innovationen werden der Elektromobilität einen deutlichen Schub verleihen. Der Aufbruch der grossen Autobauer fordert auch die Zulieferer heraus.

Der Aufbau der Motoren ist in den Elektrofahrzeugen deutlich einfacher und kompakter als bei Benzin- und Dieselfahrzeugen. Ein Verbrennungsmotor der neusten Generation hat bis zu 1000 Teile, ein Elektromotor besteht dagegen aus lediglich 50 Komponenten. Einspritzpumpen, Kolben, Nockenwelle, Getriebe, Abgasanlage werden im Eletromobil unnötig. Dadurch fällt praktisch ein Drittel der Wertschöpfung in der Herstellung eines Fahrzeugs weg. Zudem muss die Technik von Kühlsystem, Lüftung und Heizung dem Batteriebetrieb angepasst werden. Dank der Vereinfachung des Systems werden die Wartungskosten von Elektroautos deutlich sinken. Da verzeichnet das Elektrofahrzeug gegenüber dem Benziner deutliche Vorteile.

Der Verkauf von Elektromobilen ist in den letzten zwei Jahren um je über siebzig Prozent gestiegen, und die Nachfrage wird in den nächsten Jahren weiter anziehen. In der Schweiz gibt es eine breite Palette von Zulieferern der Branche. Unternehmen mit einem Gespür für Innovationen bieten sich da Chancen. Die Anbieter von heute müssen indes nicht zwingend die gleichen sein wie die Zulieferer von morgen. Der Wettbewerb ist lanciert.



Gedankensplitter

China hat ein Schuldenproblem. Auf kurze Sicht ist das für die Volksrepublik eine der grössten Herausforderungen. Die Schulden wachsen bedeutend schneller als die Wirtschaft. Weil das Land über eine zentral gesteuerte Volkswirtschaft sowie der Staat über riesige Währungsreserven verfügt, beurteilen viele Analysten das Risiko einer Kreditkrise als nicht sehr gross. Wir wissen nicht, ob sie mit ihrer Einschätzung recht bekommen werden. Ihre Sicht der Dinge erinnert indes an 2008, die damalige Meinung über die wuchernde Verschuldung und überteuerte Immobilien in den USA – kurz vor dem Ausbruch der Kreditkrise.

Inficon entdeckt neue Nischen

CEO Lukas Winkler steht seit bald 15 Jahren an der Spitze des Unternehmens. Auf der Suche nach Wachstum hat die Gesellschaft interessante Projekte im Köcher. Da geht es um die Suche nach Lecks in Gasleitungen. Es werden zudem Verpackungen für Lebensmittel auf ihre Dichte geprüft.

Seite 3

Inhalt

1 Steigende Zinsen belasten
1 Elektroauto fordert Zulieferer
1 Chinas Schulden wachsen weiter
2 Geschäftsberichte fordern heraus
3 Inficon verfolgt spannende Projekte

Auf Schatzsuche im Geschäftsbericht

Anspruchsvolle Bilanzanalyse – Management gefordert – Adjustierte Zahlen behindern Transparenz

Die Saison der Abschlüsse vieler kotierter Gesellschaften für das Jahr 2016 geht dem Ende entgegen. Die Erwartungen der Analysten wurden mehrheitlich erfüllt. Das Interesse an der finanziellen Berichterstattung von Unternehmen hat in den letzten Jahren stetig zugenommen. Wurde der Zahlenkranz, zum Beispiel von Roche, vor 30 oder 40 Jahren noch auf wenigen Seiten zusammengefasst, enthalten die Jahresberichte heute eine Fülle von Finanzzahlen und Erläuterungen. Die gestiegene Transparenz macht die Situation für den Investor nicht einfacher. Die Interpretation der Zahlen ist anspruchsvoller geworden.

Spezialisten für die Bewertung

Die Informationen in einem Geschäftsbericht bieten dem Leser ein detailliertes Bild der Finanzlage einer Gesellschaft. Ob der Zahlenfülle ist der Investor jedoch oft überfordert. Die Beurteilung des Abschlusses erfordert zudem weitergehende Detailkenntnisse. Eine Unternehmensanalyse durch Spezialisten ist darum durchaus sinnvoll. Einerseits wird da die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage nach standardisierten Prozessen angeschaut. Es findet zudem eine Beurteilung der Qualität des Managements sowie der operativen Leistungskraft der Gesellschaft statt.

In der externen Beurteilung eines Jahresabschlusses besteht die Herausforderung darin, das umfangreiche Zahlenmaterial aufzuschlüsseln. Erst dann ist eine weitergehende Analyse möglich. Die Gegenüberstellung von Zahlen betrifft einen Zeit- oder Periodenvergleich genauso wie einen Vergleich innerhalb der Branche. Eine weitere Methode ist das Benchmarking. Um eine systematische Aufbereitung zu erreichen und die Finanzinformationen zu verdichten, werden in der Regel Kennzahlen und Kennzahlensysteme verwendet. Die externe Abschlussanalyse ist deshalb meistens ein Vergleich von Kennzahlen (vgl. Grafik mit den Bestandteilen einer Abschlussanalyse.)

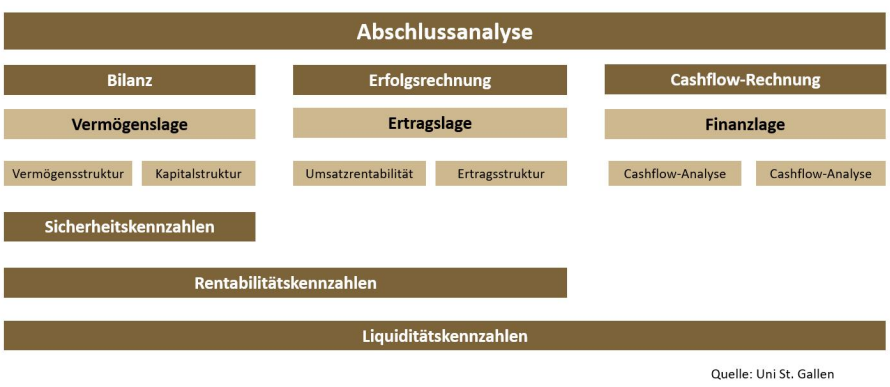
Weniger für mehr Klarheit

In der Bilanzanalyse kann zum Beispiel in der Vermögensstruktur die Intensität des Umlauf- und des Anlagevermögens berechnet werden. In der Kapitalstruktur stehen eher Risikokennzahlen wie der Eigenfinanzierungsgrad oder die Zinsdeckung im Vordergrund. In der Auswertung der Erfolgsrechnung stehen Rentabilitätskennziffern wie Eigenkapitalrendite und Ebit-Marge im Vordergrund. Schliesslich wird mit der Cashflow-Analyse die Finanzlage einer Firma untersucht. Damit kann die Liquidität abgebildet werden, also die Fähigkeit des Unternehmens, sich aus dem operativen Geschäft zu finanzieren.

Dank technischen Möglichkeiten ist die Einordnung der Kennzahlen heute relativ einfach. Da in der Abschlussanalyse jedoch die Verdichtung und Beurteilung im Vordergrund steht, sollte dieser Prozess nicht mit dem Fokus auf möglichst viele Kennzahlen erstellt werden. Weniger schafft hier oft mehr Klarheit. Den Fokus auf die richtigen und aussagekräftigsten Kennzahlen zu richten, ist die Herausforderung.

Daneben braucht es den Einbezug der Rahmenbedingungen der Gesamtwirtschaft, der Situation in einer Branche und einer sich allfällig verändernden Konkurrenzsituation. Aus der Sicht des Investors ist zudem die Stimmung an den Finanzmärkten zu berücksichtigen.

Finanzielle Kennzahlen bieten also ein Instrumentarium zur summarischen Darstellung komplexer betrieblicher Zusammenhänge und erlauben ein Erkennen von Trends, Sonderfaktoren und Abweichungen. Doch publizierte Grössen sind nicht immer einfach einzuordnen. In der Praxis und in der Literatur gibt es für Kennzahlen unterschiedliche Formeln. Das ist der Transparenz nicht förderlich.



Quelle: Uni St. Gallen

Zahlen sagen nicht alles

Der von einem Unternehmen präsentierte Zahlenkranz ist in Details immer auch abhängig von den Interessen des Managements sowie der Finanzverantwortlichen. Ein Handicap für die Transparenz des Geschäftsberichts ist der Trend zu adjustierten Zahlen. Wie Goodwillabschreibungen, Restrukturierungen und Einmaleffekte bewertet werden, sind Beispiele für den Interpretationsspielraum in einem Geschäftsbericht.

Die oft schwer zu beurteilende Glaubwürdigkeit und Redlichkeit der Führungsriege eines Managements spielt darum eine zentrale Rolle. Sie ist gleichzeitig ein Risikofaktor in der Bewertung einer Gesellschaft. Schliesslich kann mit vergangenheitsbezogenen Finanzinformationen die Zukunft einer Gesellschaft nicht vorhergesagt werden, sie dienen lediglich als Indikator.

«Inficon kontrolliert, ob alles dicht ist»

Vakuum hat eigene Regeln – Bessere Lebensmittelverpackungen versprechen Wachstum

Der Aktienkurs von Inficon hat sich seit 2010 mehr als verdreifacht. Diese Entwicklung ist durchaus das Spiegelbild der operativen Leistungen des Unternehmens. In einer herausfordernden Branche passt es sich immer wieder schnell neuen Situationen an. Ein stabiles Produktportfolio sowie ein über die Jahre unverändertes Management sind aus der Sicht von CEO Lukas Winkler weitere Grundsteine des Erfolgs. Inficon ist spezialisiert auf Sensoren, die das Vakuum messen. Die Gesellschaft entwickelt und verkauft Geräte für unterschiedliche Vakuumanwendungen.

Herr Winkler, Halbleiter & Vakuumbeschichtung ist der zentrale Bereich von Inficon. Wo liegt das Know-how in diesem Geschäft?
Um die Vakuumprozesse zu kontrollieren, bieten wir unterschiedliche Produkte an. Das reicht vom einfachen Druckmessgerät für 200 $ bis zu komplett integrierten Gasanalysesystemen zum Preis von 250 000 $. Wir wollen unseren Kunden helfen, möglichst keinen Ausschuss zu produzieren.

Wie gross ist der Markt?
Für die Produkte, die wir herstellen, bewegt sich der Markt um 250 Mio. $.

Wie wächst die Nachfrage in den nächsten Jahren?
Wir erwarten ein Wachstum zwischen fünf und zehn Prozent. Unsere Hauptkunden kommen aus den Bereichen Halbleiter, Solar, Displays und optische Beschichtungen.

OLED verbessert Handy

Was ist im Bereich Displays der Unterschied zwischen LED und OLED?
Wir glauben, dass die selbstleuchtende OLED-Technologie dank dem geringeren Stromverbrauch die herkömmlichen LCD/LED-Bildschirme ablösen wird. Gerade in der Handyherstellung bieten OLED viele Vorteile.

Welche Produkte verzeichnen den grössten Umsatz?
Die Massenspektrometer haben den grössten Anteil. Das sind Geräte, die Gase analysieren und detektieren.

Welchen Umsatzanteil hat der grösste Kunde?
Deutlich kleiner als zehn Prozent.

Wie viele Kunden hat Inficon?
Wir liefern den wenigen grossen Anbietern der Industrie sowie den meisten Anlagenherstellern. Das sind insgesamt um 50 bis 100 Kunden.

Wie wichtig ist die Software in den Produkten von Inficon?
Es gibt fast kein Produkt mehr, das ohne Software auskommt. Das ist eine Gratwanderung, weil wir immer mehr Teile unserer Intellectual Property, also unseres geistigen Know-how, in der Software verstecken müssen.

CEO Lukas Winkler hat interessante neue Märkte enwickelt.

Was sind die Wachstumstreiber in der Halbleiterindustrie?
Das sind weiterhin Handys, Smartphones, Tablets sowie die Verknüpfung von Geräten über elektronische Hilfsmittel, also das Internet der Dinge. Die gesamte digitale Industrialisierung treibt die Nachfrage an. Dazu kommt der steigende Bedarf an Speichermedien. China hat in diesem Segment ein Investitionsprogramm über 50 Mrd. $ über die nächsten fünf Jahre beschlossen.

Wann wird der Peak in diesem Segment erreicht?
Im Halbleitersegment hat sich die Nachfrage nivelliert. Da gibt es nicht mehr die extremen Peaks der Vergangenheit. Die OLED-Technologie ist dagegen anfällig für Schwankungen.

Welches Geschäft umfasst der Bereich General Vacuum?
Wir bedienen da unterschiedlichste Kunden, die Vakuum benötigen. Zum Beispiel ein Unternehmen, das Oberflächen beschichtet, eine Universität, die ein Labor betreibt, oder das CERN, das eine grosse Menge von Vakuuminstrumenten benötigt, wenn neue Experimente anstehen.

Das CERN als Kunde

Dieser Bereich ist in der Vergangenheit sukzessiv geschrumpft, was sind die Gründe?
Die sind mehrschichtig. Bei einem Kunden haben wir zwei Produktlinien verloren. Wir haben Bereiche veräussert. Einige grössere Kunden sitzen zudem im Euroraum. Weil wir unsere Jahresrechnung in Dollar publizieren, sieht das ausserdem schlechter aus, als es in Wirklichkeit ist. Die Branche steckt in diesem Segment in einer Konsolidierung. Daraus ergeben sich für uns aber auch Chancen.

Ist Wachstum wieder möglich?
Ja, aber eher im tieferen einstelligen Prozentbereich.

Was umfasst der Bereich Kälte-/Klimatechnik & Automobil?
Wir unterscheiden drei Hauptanwendungen. Wir beliefern Kunden, die Klimageräte und Kühlschränke herstellen. Wir verkaufen zudem einfache Handgeräte an Servicedienstleister. Daneben sind wir Lieferant für die klassische Automobilindustrie.

Welchen Nutzen bringen die Geräte von Inficon in diesem Segment?
Unsere Geräte dienen dazu, kleinste Lecks zu finden. Eine Dichtigkeit von hundert Prozent gibt es nicht. Unsere Produkte erkennen aber bereits in der Fertigung, ob der Kältekreislauf in einem Kühlschrank über zehn bis 20 Jahre dicht bleibt.

Was sind die Herausforderungen in der Automobilindustrie?

«...lecke Gasleitungen entdecken...»

Da geht es zum Beispiel um die Dichtigkeit von Benzintanks, Bremsdruckleitungen, Einspritzpumpen, Flüssigkeitsbehältern bis hin zu Airbags – alle diese Geräte benötigen eine hocheffiziente Dichtigkeitsprüfung.

Welche Produkte werden in Sicherheit & Energie angeboten?
Es sind zwei grundsätzlich verschiedene Märkte, die wir aber mit einer vergleichbaren Technologie bedienen. Unsere Stärken sind auch da die mobilen Geräte, die wir anbieten.

Warum schwankt der Umsatz in diesem Segment so stark?
Im Bereich Sicherheit geht es vornehmlich um Kunden aus regierungsnahen Bereichen wie Militär, Feuerwehr und Polizei. Wenn die Budgets gesprochen werden, sind das oft Grossaufträge im zweistelligen Millionenbereich. Werden die Budgets in einem Jahr gestrichen, fehlen uns die Einnahmen im entsprechenden Jahr.

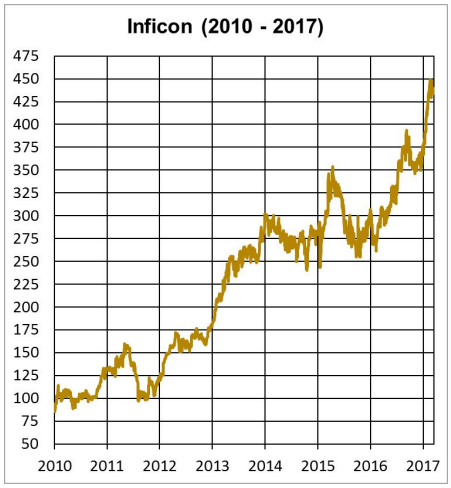
Inficon investiert in neue Märkte, wie die Lebensmittelverpackung. Was sind da die Ziele?
Weil wir in zentralen Märkten über eine gute Position verfügen, fehlt uns oft das Wachstumsmoment. Wir suchen darum Nischen, in denen unsere Technologie eingesetzt werden kann. Wir haben den Verpackungsmarkt angeschaut. Hier geht es oft darum, teure Lebensmittel möglichst hermetisch zu versiegeln. Wir überprüfen zum Beispiel die Dichtheit der Verpackungen von teurem Schinken, Käse oder Chips.

Neuer Markt Fracking

Welches Wachstum ist da möglich?
Es gibt noch keine entsprechende Technologie. Der Bedarf steigt aber deutlich. Ein Produkt soll möglichst ohne Chemie und Gaszusätze frisch gehalten werden können. Falls sich die Gesetze ändern und die Dichtigkeit einer Verpackung plötzlich gewissen Normen entsprechen muss, sind die Chancen auf Millionenumsatz intakt.

Gibt es noch weitere Projekte für neue Anwendungen?
Das eine Produkt ist schon fertig, vom anderen gibt es erst einen Prototyp. Im einen Fall geht es um die Kontrolle erdgebundener Gasleitungen. Wir können messen, wo und in welchem Umfang eine Gasleitung nicht dicht ist oder ob sich ein Leck vergrössert hat. Das andere Produkt ist auch im Energiesektor angesiedelt. Wir können im Bereich Fracking messen, wo und in welche Richtung ein Bohrkern optimal ausgerichtet werden soll.

Wo steht Inficon in fünf Jahren?
Wir wollen organisch wachsen. Das nächste Ziel ist ein Umsatz von 350 bis 400 Mio. $ mit einer operativen Marge um zwanzig Prozent. Wenn Akquisitionen realisiert werden können, verändert sich das entsprechend nach oben. Organisches Wachstum ist allerdings deutlich profitabler, darum haben Zukäufe nicht erste Priorität.



Warum soll der Anleger jetzt in Inficon investieren?
Einem langfristig ausgerichteten Investor kann es egal sein, zu welchem Zeitpunkt er einsteigt. Er will einfach ein Unternehmen mit einer gesunden Bilanz und einem guten Produktportfolio, das profitables Wachstum verspricht. Eine attraktive Dividende vereinfacht das Engagement zusätzlich.

Interview: Erich Fischer

Rieter Fischer Partners AG

Freigutstrasse 6
8002 Zürich

info@rf-partners.ch
www.rf-partners.ch

Patrick Rieter
☎ +41 43 305 07 21
patrick.rieter@rf-partners.ch

Erich Fischer
☎ +41 43 305 07 22
erich.fischer@rf-partners.ch

Beat Käser
☎ +41 43 305 07 23
beat.kaeser@rf-partners.ch

Roland Vogel
☎ +41 43 305 07 24
roland.vogel@rf-partners.ch

Carlo Seregni
☎ +41 43 305 07 25
carlo.seregni@rf-partners.ch

Norbert Beiner
☎ +41 43 305 07 26
norbert.beiner@rf-partners.ch

Die Informationen in diesem Newsletter stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche oder andere Fragen noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Richtigkeit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Newsletter werden weder ausdrücklich noch stillschweigend zugesichert oder garantiert. Meinungen und Äusserungen von interviewten Personen müssen nicht unbedingt mit der Meinung von Rieter Fischer Partners AG übereinstimmen. Dieser Newsletter begründet kein Rechtsverhältnis zwischen Rieter Fischer Partners AG und dem Leser. Wer aufgrund dieses Newsletters Entscheide irgendwelcher Art trifft, tut dies auf eigenes Risiko und in eigener Verantwortung. Die Informationen in diesem Newsletter richten sich nicht an Personen, welche dem Recht eines Staates unterworfen sind, der die Distribution oder Nutzung der Informationen in diesem Newsletter verbietet. Dieser Newsletter untersteht schweizerischem Recht. Gerichtsstand ist Zürich, Schweiz.