Rieter Fischer Partners

Newsletter

EDITORIAL

Einheitsrummel

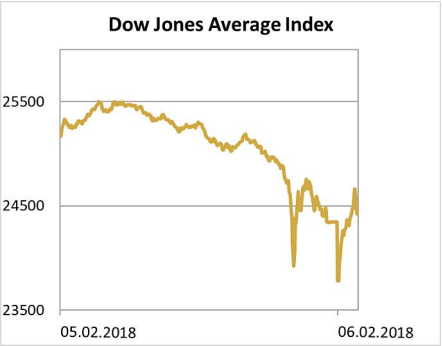
Die Einheitsaktie liegt im Trend. Die Zahl der kotierten Unternehmen in der Schweiz, deren Kapitalstruktur nur noch eine Titelkategorie umfasst, ist in den letzten zwei Dekaden kontinuierlich gestiegen. Der Dammbruch wurde 1988 eingeleitet, als Nestlé das Aktienbuch vollumfänglich für Ausländer öffnete und in der Folge die Einheitsaktie einführte. Doch immer noch hält eine ganze Reihe von Gesellschaften an einer Kapitalstruktur fest, die Eigentümer in Aktionäre erster und zweiter Klasse gliedert. Darunter findet man bekannte Unternehmen wie Roche, Swatch, Lindt & Sprüngli, Schindler, Kudelski – und bis vor kurzem auch Sika. Hier haben sich, nach einem langen Übernahmestreit, das Management und die Unternehmerfamilie Burkard zu einer Einigung durchgerungen. Teil der Lösung ist die Einführung der Einheitsaktie. Die Politik interessieren solche Vorgänge kaum. Wohl hat das Parlament in der Sommersession 2018 Entscheide zum Aktienrecht gefällt, in der vorberatenden Kommission war das Prinzip «eine Aktie, eine Stimme» aber offenbar kein Thema. Eine Kapitalstruktur mit zwei Titelkategorien ist aus der Sicht des Anlegers indes durchaus interessant. Ergeben sich Bewertungsunterschiede zwischen unterschiedlichen Titeln, bietet dieser Ecart Chancen. Die Namenaktien von Swatch sind zum Beispiel, trotz fünffacher Stimmkraft, aktuell 9% günstiger zu kaufen als die Inhabertitel. Im Fall Sika war die Situation umgekehrt. Sika bezahlte Saint-Gobain für die Namentitel eine hohe Prämie.

Patrick Rieter

Flash Crash fordert Geduld

Stop-Loss-Aufträge bergen Risiken – Eigendynamik der Systeme

Das Phänomen des Flash Crash war schon einige Male zu beobachten. Im Mai 2010 war es der US-Aktienmarkt. Im Oktober 2014 traf es den Markt für US-Staatspapiere mit seiner eindrucksvollen Liquidität: Binnen kurzer Frist war ein Absacken der Kurse zu beobachten, gefolgt von einer ähnlich schnellen Erholung. Solche Flash Crashs verunsichern die Marktteilnehmer immer wieder. Der letzte solche Zwischenfall ereignete sich im Februar dieses Jahres, als der Dow Jones Index innerhalb eines Handelstages in der Spitze bis zu 1600 Punkte verlor. Mit ein Grund für solche Vorkommnisse sind die vollautomatischen Handelssysteme. Sie werden durch ausgeklügelte Algorithmen gesteuert. Goldman Sachs weist in einer neuen Studie zu diesem Thema darauf hin, dass solche Handelsmaschinen gerade im Rahmen einer deutlichen Marktkorrektur die Volatilität akzentuieren. Der Hochfrequenzhandel stellt, ohne fundamentale Informationen notabene, zwar Liquidität zur Verfügung, zieht aber in Stresssituationen sofort wieder Liquidität ab. Eigentlich sollten Maschinen in einer Stresssituation ja besonnener reagieren als Menschen. Den Strategen von Goldman Sachs zufolge ist allerdings genau das Gegenteil der Fall: Weil viele Handelsalgorithmen ähnlich aufgebaut sind, werden Titelverkäufe kaum noch absorbiert. Faktoren wie wenig Kapital sowie kleine Positionen der Hochfrequenzhändler akzentuieren, zusammen mit der Geschwindigkeit des Handels, die Gefahr einer zeitweiligen Illiquidität. Grundsätzlich ist dabei die Gefahr klein, dass ein Anleger bei einem Flash Crash zu Schaden kommt. Immer vorausgesetzt, dass die Kurse sich schnell erholen und der Investor mit seinen Positionen, aufgrund seiner Strategie, nicht über eine Stop-Loss-Order seine Titel andienen muss.



Gedankensplitter

Die Halbleiterbranche unterliegt Preisschwankungen. Diese sogenannten Schweinezyklen sind in einem relativ regelmässigen Vierjahresrhythmus zu beobachten. In jüngster Zeit schien dieses Muster überwunden. Die Chiphersteller profitieren von einer hohen, breit abgestützten Nachfrage aus den Bereichen Mobiltelefone, Foto, Video und Spiele. Dieser Trend kommt Schweizer Zulieferern wie AMS, Comet, Inficon und VAT zugute. Langfristig stimmt der Trend. Der Anleger sollte sich aber bewusst sein, dass sich das Geschäft vorübergehend abkühlen kann, mit entsprechenden Auswirkungen auf die Aktienkurse.

mobilezone will mehr

Das Unternehmen mobilezone hat sich in den letzten Jahren verändert. Das Portfolio wurde über strategische Akquisitionen erweitert. CEO Markus Bernhard streicht im Gespräch hervor, dass die Gesellschaft noch nie etwas versprochen habe, was nicht eingehalten werden konnte.

Seite 3

Inhalt

1 Ecart bietet Chancen
1 Flash Crash strapaziert die Nerven
1 Schweinezyklus in der Chipindustrie
2 Vorteile mit dem Gleichgewicht
3 Kaum bekannte mobilezone

Mit vielen Titeln gegen den Index wetten

Dank der Gleichgewichtung Risiken ausräumen – Institutionelle Investoren profitieren

Anleger sind auf Sicherheit bedacht. Darum orientiert sich der Investor oft an einem Index, der auf Basis der Marktkapitalisierung der gewünschten Einzeltitel zusammengestellt ist. Mehr Erfolg verspricht die Gleichgewichtung des Portfolios. Die Idee dahinter ist, alle Titel in einem Depot gleich zu gewichten, um Klumpenrisiken zu umgehen. In einem breit ausgerichteten Portfolio werden wertpapierspezifische Risiken durch Diversifikation abgeschwächt.

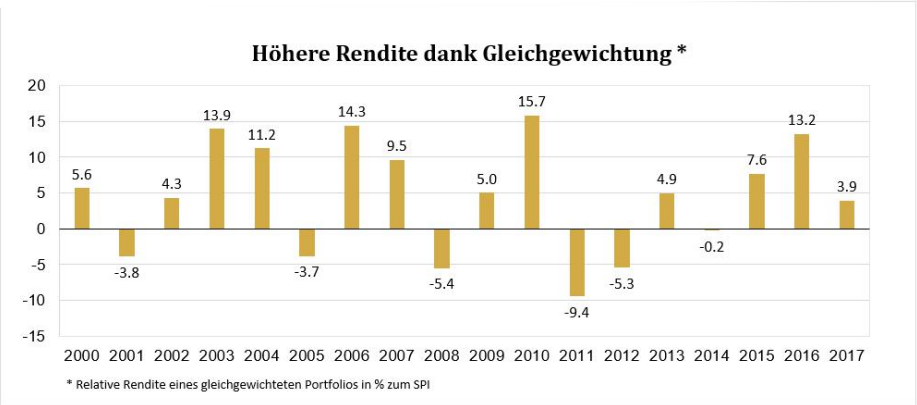
Schwergewichte verzerren

In der Praxis richtet der Anleger sein Portfolio in der Regel an einem kapitalgewichteten Index aus. Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung sind in diesem Szenario ein Treiber. In einer Hausse werden zudem Titel mit grossen Kursgewinnen immer höher gewichtet. Durch die Bildung eines Aktienportfolios auf Basis eines Aktienindex nach Kapitalisierung resultiert somit ein systematisches, prozyklisches Anlageverhalten.

Als Messlatte für Aktienengagements in der Schweiz fällt die Wahl fast ausschliesslich auf die klassischen kapitalgewichteten SMI und SPI. Im SPI beispielsweise verfügen Nestlé, Novartis und Roche zusammen mit drei Finanzwerten über ein Gewicht von rund zwei Dritteln des Index. Dies macht diese Indexvariante anfällig für unternehmensspezifische Überraschungen, was der Theorie effizienter Portfolios widerspricht.

Ein Beispiel liefert die Finanzkrise von 2008. Die Marktkapitalisierung von UBS und CS fiel in der Folge von rund 168 auf 97 Mrd. Fr. im Jahr 2010 (Marktkapitalisierung SPI Ende 2007: 1186 Mrd. Fr.). Die unternehmensspezifischen Risiken der beiden Banken führten zu einem Klumpenrisiko auf indexbasierten Anlagen.

Eine einfache Alternative dazu bietet sich mit der Gleichgewichtung des Portfolios an. Die Idee dahinter ist, in sämtliche Titel im Portfolio die gleiche Summe zu investieren. Somit werden kleinere Unternehmen, im Vergleich zu einem marktkapitalisierenden Index, höher gewichtet.



Der Investor schützt sich damit vor unternehmens- oder sektorspezifischen Blasen. Gleichgewichtete Aktienstrategien verfügen indes noch über andere Vorteile: Sie sind einfach zu verstehen und weisen, im Vergleich zu einem marktkapitalisierten Ansatz, langfristig eine höhere Rendite auf.

8,1% Rendite pro Jahr

Der Vergleich mit dem SPI zeigt die grossen Unterschiede. Von 2000 bis 2017 betrug die jährliche Performance des Index 4,3%. Mit einem gleichgewichteten Portfolio der 150 grössten Titel des SPI resultierte dagegen ein beachtliches Plus von 8,1% pro Jahr. Im Aufbau eines gleichgewichteten Portfolios mit Schweizer Aktien gibt es allerdings einige Dinge zu beachten.

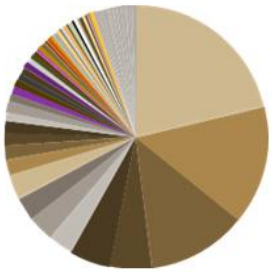
Regelmässige Anpassung nötig

Um die Übergewichtung einzelner Anlagegruppen zu verhindern, muss in der Sektorallokation zum Beispiel die Anzahl der Valoren im Bereich der Finanz- und der Immobiliengesellschaften verringert werden. Gleichgewichtete Portfolios bedingen zudem eine regelmässige Anpassung der einzelnen Positionen. Die Herausforderung dieses Rebalancing ist es, die Transaktionskosten insgesamt tief zu halten.

Gerade für institutionelle Anleger ist das Modell eines gleichgewichteten Portfolios interessant: Die Klumpenrisiken sind ausgeräumt, und im historischen Vergleich wird, dank dieser Gleichgewichtung, tendenziell eine höhere Rendite erwirtschaftet.

SPI-Swiss Performance Index

Marktkapitalgewichtet



Top 7 Holdings

19.28%	Nestlé	1.00%
15.01%	Novartis	1.00%
12.80%	Roche	1.00%
5.11%	UBS	1.00%
3.52%	ABB	1.00%
3.41%	Richemont	1.00%
3.32%	Zürich	1.00%
62.44%		7.00%

Gleichgewichtet

Source: SIX, December 2017

«mobilezone ist zu wenig bekannt – ganz klar»

Versprechen wurden gehalten – Zukäufe sind erfolgreich – Pay-out Ratio von 75%

mobilezone ist ein Dienstleister im Bereich Telekomunikation mit Aktivitäten in Deutschland, der Schweiz und Österreich (DACH). Das Unternehmen ist seit einem Reverse Takeover der Waadtländer Tege im Jahr 2001 an der Schweizer Börse gelistet. CEO Markus Bernhard arbeitet seit zwanzig Jahren für kotierte Gesellschaften und seit elf Jahren für mobilezone. Das Unternehmen hat sich in den letzten Jahren verändert. Das Portfolio wurde über strategische Akquisitionen erweitert.

Herr Bernhard, was ist die Strategie von mobilezone?
Wir wollen Privat- und Geschäftskunden dabei unterstützen, die Möglichkeiten des mobilen Lebens und Arbeitens optimal zu nutzen. Das umfasst den Einzelhandel sowie Angebote auf der Infrastruktur von Anbietern mobiler Netzwerke, aber auch Service-Dienstleistungen. Wir verfügen über einen Baukasten von zwanzig Faktoren, die den Erfolg des Unternehmens ausmachen. Neben dem Verkauf von Geräten und Netzverträgen sind für uns auch der Verkauf von Zubehör und Dienstleistungen sehr wichtig.

Unabhängiger One Stop Shop für mobiles Leben

Warum ist mobilezone mit zwei Geschäftsbereichen aufgestellt?
Unsere Struktur entspricht den Minimalanforderungen von Swiss GAAP FER. Unsere Partner sind alle wesentlich grösser als wir – das gilt für die Netzbetreiber wie auch die Mobiltelefonhersteller. Aus strategischen Gründen wollen wir nicht die volle Transparenz unseres Geschäfts aufzeigen.

Welche Dienstleistungen bietet mobilezone in der Schweiz an?
Der Ursprung unseres Geschäfts ist der Einzelhandel. In der Schweiz sind wir heute mit über 120 Shops aktiv. Neben Mobiltelefonen und den entsprechenden Verträgen sind in den letzten Jahren Internetdienstleistungen und TV-Angebote immer wichtiger geworden. Wir sind zum Beispiel der grösste Verkäufer von Swisscom-, UPC- und Sunrise-TV ausserhalb dieser Organisationen selbst.

Wie profitiert der Kunde von der Strasse von mobilezone?
Wir sind der unabhängige One Stop Shop für mobiles Leben und Arbeiten und bieten Kunden an mehr als 120 Standorten alle relevanten Produkte, Abonnemente und die dazugehörigen Dienstleistungen. Wir bieten beim Kauf eines neuen Handys auch den entsprechenden Datentransfer auf das neue Gerät an. Ebenso richten wir für den Kunden ein Gmail-Konto oder eine Apple-ID ein. Auch E-Commerce ist nicht spurlos an uns vorbeigegangen. In den nächsten Wochen lancieren wir zudem unsere Omnichannel-Plattform, inklusive Verkaufskanal.

CEO Markus Bernhard relativiert, Handy-Verkäufe bringen kaum Gewinn.

Wie hoch ist der Marktanteil in der Schweiz?
Wenn wir den Markt nach der Anzahl der Shops definieren, sind wir der grösste Anbieter. Nach der Anzahl der Postpaid-Telefonverträge verfügen wir über einen Marktanteil um 15%. Wenn wir das Zubehörgeschäft nehmen, sind wir mit einem Anteil von 20 bis 30% gut positioniert.

Kann mobilezone noch wachsen?
Selbstverständlich. Der Markt entwickelt sich. Noch vor wenigen Jahren haben wir mit Wireline-Kontrakten keinen Franken Umsatz erzielt. Wir haben da eine neue Opportunität wahrgenommen, und heute verkaufen wir 100'000 lukrative TV- und Internet-Kontrakte. Zusammen mit dem Festnetzanschluss und dem Mobilnetzvertrag ergibt das ein Bündel von Verträgen.

Viele potenzielle Kunden kennen diese Vorteile offenbar nicht?
Wir sind zu wenig bekannt – ganz klar. In unseren Shops kann der Kunde, Salt ausgenommen, Produkte von Swisscom, Sunrise und UPC kaufen, aber auch Angebote von Yallo und M-Budget sind in unseren Sortiment. Das Migros-Angebot ist ein Swisscom-Produkt, das Swisscom selbst in den eigenen Shops nicht verkauft.

Zukäufe in Deutschland sind komplementär

Sind neue Smartphones noch immer eine Cashcow?
Mit dem Verkauf eines Smartphones verdient man kaum Geld. Das Geschäft im Einzelhandel hat sich in den letzten zehn Jahren deutlich verändert. Wir haben es geschafft, das abnehmende Volumen mit zusätzlichen Geschäften zu kompensieren. Wir suchen aber nicht primär mehr Umsatz, sondern eine Verbesserung der Margen. Wir sind fokussiert auf den Ebit. Wenn wir Ende Jahr einen Betriebsgewinn um 55 bis 60 Mio. Fr. erzielen, bin ich happy. Und diese Vorgaben erziele ich lieber mit einem Umsatz von 900 Mio. als mit 1,2 Mrd. Fr.

Warum hat mobilezone die deutsche einsAmobile übernommen?
Wir haben in den letzten sechs Jahren einige Akquisitionen realisiert. Da ging es um Wachstum, Profitabilität sowie den Markteintritt in Deutschland. Jeder dieser Zukäufe war erfolgreich. Das belegen die Zahlen. Und das gilt speziell für einsAmobile. Die Gesellschaft ist auch im Onlinegeschäft aktiv. Ein grosser Erfolg ist die Online-Plattform deinhandy.de.

Warum haben Sie jetzt das Unternehmen TPHCom übernommen – die Verkäufer sind Murat Ayhan und Ekin Erdem, die schon einsAmobile gegründet haben?

«Kapitalerhöhung bewusst höher...»

Wir können damit einen Bereich stärken, in dem wir bis jetzt gewisse Defizite aufwiesen. Die Gesellschaft beliefert Hunderte von Fachhändlern sowie einige Dutzend Onlineanbieter und ist damit ein bedeutender Distributionspartner im fragmentierten deutschen Markt. Wir haben mit den beiden Initiatoren Ayhan und Erdem mit einsAmobile gute Erfahrungen gemacht, und der Preis lag im Bereich dessen, was wir für solche Zukäufe bezahlen.

Wie setzt sich der Bereich Services zusammen?
Services ist im Wesentlichen geprägt durch die beiden Gesellschaften TalkTalk und Mobiletouch. Letztere ist auf Reparatur- und damit zusammenhängende Logistikdienstleistungen für Mobiltelefone, Tablets und andere elektronische Geräte ausgerichtet. Im Bereich Smartphone-Reparaturen sind wir in Österreich und der Schweiz mit einem Anteil von 60% Marktleader. Wir reparieren zum Beispiel auch defekte Geräte vor Ort bei Interdiscount in Jegenstorf oder bei MediaMarkt in der Schweiz und Österreich.

Was ist das Angebot von TalkTalk?
TalkTalk ist ein Mobile Virtual Network Operator, MVNO, der in der Schweiz ohne eigene Netzwerkinfrastruktur Dienstleistungen im Bereich Mobil- und Festnetztelefonie sowie Internet anbietet.

Wie sind die Margen im Servicegeschäft?
Der Bereich Service Providing ist fast vergleichbar mit dem Immobiliengeschäft. Wir können da Gewinn und Ebit mit einer Sicherheit um 80% voraussagen.

Wie steht es mit dem externen Wachstum, prüfen Sie weitere Übernahmen?
Ja.

Kann das in den nächsten zwölf Monaten sein?
Wir haben die Kapitalerhöhung bewusst etwas höher angesetzt. Diese zusätzlichen Mittel geben uns einen gewissen Spielraum.

Wie ist die Dividendenpolitik von mobilezone?
Den Weg, den wir in den letzten Jahren vorgezeichnet haben, wollen wir weitergehen. Die Dividende von 60 Rappen ist die Vorgabe.

Welche Pay-out Ratio ist das Ziel?
Wir schütten in den nächsten Jahren bis maximal 75% des Gewinns aus.

Wo steht mobilezone in fünf Jahren?
Ich gehe davon aus, dass wir auch in fünf Jahren noch unabhängig sein werden. Ich bin überzeugt, dass es uns

gelingen wird, die Profitabilität weiter zu steigern.

Warum soll der Anleger jetzt in mobilezone investieren?
Ich will unseren Aktienkurs nicht selbst beurteilen. Ein gutes Argument gegenüber dem Investor sind unsere Dividendenstabilität sowie die Rendite um 5%. Wenn sich jemand vertieft mit unserer Gesellschaft auseinandersetzt, wird er realisieren, dass wir noch nie etwas versprochen haben, was wir nicht einhalten konnten. Ich glaube auch zu spüren, dass unsere Akquisitions- und Expansionsstrategie aufgrund der vergangenen Erfolge auf Vertrauen stösst.

Interview: Erich Fischer

Rieter Fischer Partners

Rieter Fischer Partners AG

Stockerstrasse 23
Postfach 2065
8027 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.