Rieter Fischer Partners

Newsletter

EDITORIAL

Klein und fein

Der Schweizer Aktienmarkt hat in den letzten Wochen allen weltpolitischen und wirtschaftlichen Unwägbarkeiten getrotzt. Vor allem die Kurse von kleineren und mittleren Unternehmen haben zugelegt. Der Index der Nebenwerte notiert auf Allzeithöchst. Wichtige Impulse kommen von der laufenden Berichtssaison. Viele Marktteilnehmer zeigen sich von den publizierten Zahlen positiv überrascht. Die Schweizer Gesellschaften trotzen damit einem weltweit unterdurchschnittlichen Wachstum. Das ist nicht selbstverständlich. Die Gesellschaften kämpfen seit der Aufhebung des Mindestkurses gegenüber dem Euro, seit Januar 2015, mit einer Aufwertung des Frankens um 10%. Allen Unkenrufen zum Trotz verfügt der Standort Schweiz offenbar noch immer über gewichtige Vorteile – und die sind offenbar nachhaltig. Anders ist es nicht zu erklären, dass in den letzten Jahrzehnten Währungsnachteile gegenüber dem US-Dollar, dem britischen Pfund sowie der einstigen D-Mark, heute Euro, um bis zu 80% immer wieder ausgeglichen werden konnten. Schweizer Unternehmen profitieren in unserem Land von einer liberalen Marktordnung, einer hohen Rechtssicherheit sowie stabilen politischen Rahmenbedingungen. Die Nähe zu den Hochschulen ist zusätzlich ein idealer Nährboden für Innovation. Die Geschäftsmodelle unserer Gesellschaften haben sich in den letzten Jahren als krisenerprobt erwiesen. Kommen dazu eine gesunde Bilanz und komfortable Aussichten im Wachstum, ist das Wunschszenario des Investors perfekt.

Patrick Rieter

Politische Krisen belasten nur kurz

Brexit-Effekt belastet Börsen nicht mehr – US-Wahlen haben Einfluss

Der Entschluss der Briten zum Ausstieg aus der EU hat an den Börsen nicht zum prophezeiten Kollaps geführt. Punktuell beeinflusst die Politik die Entwicklung der Kapitalmärkte aber durchaus. Gewinnt Hillary Clinton im November die Präsidentschaftswahlen in den USA, wird sie gegen die hohen Preise von rezeptpflichtigen Medikamenten vorgehen, mit entsprechenden Auswirkungen auf die Pharmaindustrie.

Von einem Wahlsieg ihres Konkurrenten Donald Trump könnten dagegen die Rüstungsindustrie sowie der Öl- und Gassektor profitieren. Politische Unsicherheiten gibt es auch in Europa.

Ungarn stimmt Anfang Oktober über ein Referendum zur Flüchtlingspolitik der EU ab. Österreich muss die Stichwahl zum Bundespräsidenten wiederholen. Im März 2017 könnten Parlamentswahlen in den Niederlanden zu einem politischen Umschwung führen. In Italien droht Regierungschef Matteo Renzi über eine Verfassungsreform zu straucheln. In Frankreich stehen Präsidentschaftswahlen an – mit unsicherem Ausgang. Ob Angela Merkel die Bundestagswahlen in Deutschland gewinnt, ist nicht klar.

In vielen dieser Wahlen geht es letztlich um die Haltung der Bürger zur Europäischen Union. Die europakritischen Parteien sind zurzeit im Aufwind. Sollten sich Abspaltungsgelüste von anderen Ländern akzentuieren, käme die EU in ein Dilemma. Auswirkungen auf die Kapitalmärkte wären die Folge.

Der Anleger kann sich diesen unterschiedlichen Szenarien nicht entziehen. Die Nachhaltigkeit solcher Vorkommnisse wird indes auch in Zukunft nur von kurzer Dauer sein.

Politische Ereignisse der nächsten 12 Monate*	
Präsidentschaftswahlen USA	November 2016
Referendum Ungarn	Oktober 2016
Bundeskanzlerwahl Österreich	Oktober 2016
Verfassungsreferendum Italien	November 2016
Parlamentswahlen Niederlande	März 2017
Präsidentschaftswahl Frankreich	Frühjahr 2017
Bundestagswahlen Deutschland	Herbst 2017

* ohne Gewähr auf Vollständigkeit

Gedankensplitter

Die Schweizer Uhrenindustrie leidet. An der im Frühling 2015 lancierten Apple Watch kann das nicht liegen. Die Uhr kämpft mit Startschwierigkeiten. Marktforscher schätzen, dass Apple im letzten Jahr 11 Mio. Stück verkauft hat. Für das laufende Jahr wird keine Steigerung der Stückzahlen erwartet. Nutzer nennen das Gadget einen Flop und bemängeln besonders die Abhängigkeit vom iPhone. Doch es ist zu früh, die Uhr als Misserfolg abzutun. Im Markt kursieren Gerüchte über eine zweite Uhrengeneration, die noch im Herbst lanciert werden soll. Die Innovationskraft von Apple sollte nicht unterschätzt werden.

Hochdorf investiert geschickt

Noch vor wenigen Jahren war das Überleben von Hochdorf nicht gesichert. Seit 2013 hat sich die Situation verbessert. Dank der Übernahme von Pharmalys sollen die Margen deutlich steigen. In der Babynahrung erwartet CEO Thomas Eisenring bis 2022 einen dreimal höheren Umsatz.

Seite 3

Inhalt

1 Der Aufwertung trotzen
1 Politik lässt keine Ruhe aufkommen
1 Was macht Apple richtig?
2 Pensionskassen suchen Rendite
3 Hochdorf gewinnt an Profil

Nebenwerte als Anlageklasse für Pensionskassen

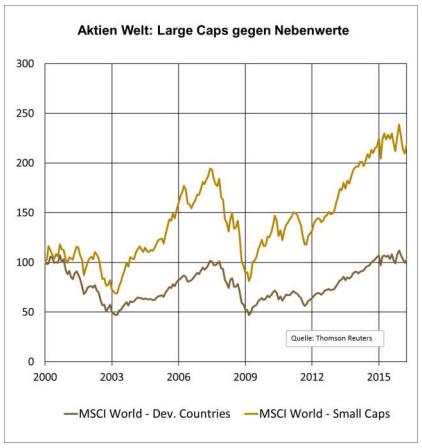
Small- und Mid-Cap-Aktien sind attraktiv – Nur wenige Analysten verfolgen diese Titel

Auf der Suche nach neuen Renditequellen müssen Pensionskassen nicht zwangsläufig ihr Investitionsuniversum auf komplexe alternative Anlagen erweitern. Sie können auch Marktsegmente, die sie bisher tief gewichtet oder sogar vernachlässigt hatten, höher gewichten. Dazu gehören Aktien von kleinen und mittleren Unternehmen, sogenannte Nebenwerte.

Kleine und mittlere Unternehmen unterscheiden sich von grossen Gesellschaften hinsichtlich verschiedener Merkmale. Oft handelt es sich um Nischenplayer, die über eine schlankere und innovativere Produktpalette verfügen. In der Regel können sie sich rascher an neue Gegebenheiten anpassen und sind damit flexibler.

Verlockendes Profil

Die Zuordnung einer Aktie zu den grossen (Blue Chips) oder den kleinen und den mittleren (Nebenwerte) Marktkapitalisierungen ist nicht eindeutig. Sie hängt stark von der Wahl der Referenzindizes ab, da jeder Indexanbieter über seine eigene Klassifizierungsmethode verfügt.



Das Rendite- und Risikoprofil von Nebenwerten ist verlockend. Aufgrund der aktuellen Bewertungen können Pensionskassen durchaus mit einer langfristigen Mehrrendite dieses Segments gegenüber den Large-Cap-Valoren um drei Prozentpunkte pro Jahr rechnen. Diese Mehrrendite lässt sich theoretisch als Entschädigung für das Eingehen zusätzlicher respektive höherer Risiken in Bezug auf Liquidität sowie das operative Geschäft erklären. Das spiegelt auch die Volatilität. Die historische Volatilität des Referenzindex MSCI World beträgt 16,7% p.a., während sich die historische Volatilität des Referenzindex MSCI World Small Cap auf 18,6% p.a. beläuft (seit 1999).

Der Stiftungsrat einer Pensionskasse legt den Anteil der Small- und Mid-Cap-Aktien in der Anlagestrategie anlässlich einer ALM-Studie fest. Mit dieser Vorgehensweise kann er sicherstellen, dass die Beimischung dieser Anlageklasse mit dem minimalen Renditeziel (Sollrendite) und dem Risikobudget (tragbares Risiko basierend auf der Risikofähigkeit) der Pensionskasse vereinbar ist. Verzichtet er auf diese Opportunität, verliert er die Kontrolle über die Gewichtung dieser Anlageklasse.

Schwellenländer als Chance

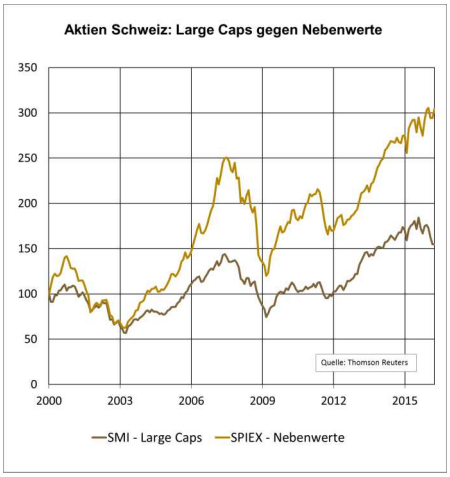
Im Prinzip können Stiftungsräte für die folgenden drei Marktsegmente je einen Anteil für die Nebenwerte festlegen:

- Aktien Ausland (entwickelte Länder): Aktien Nebenwerte bilden ca. 14% der gesamten Marktkapitalisierung gemäss MSCI.
- Aktien Schwellenländer: Aktien Nebenwerte bilden ca. 14% der gesamten Marktkapitalisierung gemäss MSCI.
- Aktien Schweiz: Aktien Small Cap bzw. Mid & Small Cap bilden ca. 2% bzw. 16% der gesamten Marktkapitalisierung gemäss dem Swiss Performance Index (SPI).

Gemäss unseren Beobachtungen enthalten wenige Investmentstrategien eine separate Anlageklasse für ausländische oder Schweizer Nebenwerte. Zudem kennen wir keine Investmentstrategie mit einer separaten Anlageklasse für «Aktien Schwellenländer Nebenwerte».

Problemlösung

Auch wenn der Bekanntheitsgrad der Small- und Mid-Cap-Aktien in den letzten Jahren gestiegen ist, bleibt die Abdeckung dieses Marktsegments durch Finanzanalysten lückenhaft. Auf dem Schweizer Markt beispielsweise werden die meisten Titel kleiner und mittlerer Unternehmen von weniger als drei Analysten weiterverfolgt. Aktien grosskapitalisierter Gesellschaften werden dagegen in der Regel von 25 bis 30 Analysten beobachtet. Unter diesen Prämissen ist die Abdeckung des Small- und Mid-Cap-Segments



nach wie vor als ineffizient zu bezeichnen. Dieser Sachverhalt verlangt entsprechend eine aktive Vermögensverwaltung von Small- und Mid-Cap-Aktien, wobei Pensionskassen ihren Portfoliomanager mit der erforderlichen Sorgfalt (im Sinne von Art. 50 Abs. 1 BVV 2) zu selektieren haben.

Wichtig für hiesige Wirtschaft

Kleine und mittlere Unternehmen spielen im wirtschaftlichen Gefüge der Volkswirtschaften eine zentrale Rolle und sind entsprechend auch von zentraler Bedeutung für den Wohlstand hierzulande.

In ihren Anlageentscheidungen sollten Pensionskassen die obigen Überlegungen nicht unbeachtet lassen und nach einer sorgfältigen Analyse einen geeigneten Anteil ihres Vermögens in Small- und Mid-Cap-Aktien investieren. Dies ist ohne Zweifel im Interesse der beruflichen Vorsorge.

Philippe Schlumpf, A&L Asalis AG

Philippe Schlumpf ist Spezialist für Anlagen von Pensionskassen. Der studierte Wirtschaftswissenschaftler arbeitet seit 2008 für A&L Asalis, ein Tochterunternehmen der Libera AG. Er erstellt als Senior Investment Consultant unter anderem Asset-&-Liability-Studien (ALM) und Investment-Controlling-Berichte.

«Die Grösse von Hochdorf ist gerade unsere Stärke»

Fokus auf das Segment Babynahrung – Höhere Margen dank Pharmalys – Kids Food bietet Chancen

Die Hochdorf-Gruppe hat eine bewegte Zeit hinter sich. Bis vor dem Jahr 2013 war die Situation des Unternehmens schwierig, um nicht zu sagen kritisch. 2012 belastete eine Wertberichtigung um 30 Mio. Fr. das Ergebnis. Die grossen Investitionen in eine neue Produktionsanlage im Bereich Baby Food haben die Gesellschaft über Gebühr belastet. Die damals aufgebauten Kapazitäten sind heute voll ausgelastet, und Hochdorf arbeitet wieder profitabel. Den Umschwung sowie die Neuausrichtung des Unternehmens hat in den letzten drei Jahren Thomas Eisenring als CEO massgeblich geprägt.

Herr Eisenring, was macht Hochdorf heute?
Wir sind nach wie vor ein Milchverarbeiter. Unsere Kernkompetenz liegt in der schonenden Konzentrierung und Trocknung von Milch. Der grosse Fokus liegt heute aber im Segment der Babynahrung.

Was wird im Bereich Dairy Ingredients produziert?
Das sind klassische Anwendungen für die Lebensmittelindustrie wie Milchpulver, Milchproteinpulver und Fettpulver. Wir fokussieren uns in diesem Segment sehr ausgeprägt auf die Schokoladenindustrie. Da sind wir in der Schweiz die Nummer eins.

Ist dieser Bereich profitabel?
Wir sind profitabel, aber die Margen sind sehr dünn. Das ist ein schwieriges Geschäft.

Produktionsqualität wie in der Pharmaindustrie

Können Sie uns den Bereich Baby Care näher erklären?
Wir produzieren die Babynahrung mit einer speziellen Sprühtechnologie. Zusammen mit sehr hochwertigen Ingredienzien entstehen so sehr hochwertige Standard- und Spezialprodukte, die wir auf der ganzen Welt vertreiben.

Warum kann sich Hochdorf im Bereich Baby Care gegen viel grössere Anbieter durchsetzen?
Die Grösse von Hochdorf ist gerade unsere Stärke. Wir können die Märkte intensiver bearbeiten und leisten uns zudem den Luxus, nur für das Premiumsegment zu produzieren. Wir sind da in der Lage, nicht zuletzt dank der Qualität der Schweizer Milch, überdurchschnittliche Margen zu erzielen.

Wie hoch ist die Eintrittsbarriere in diesem Markt?

Wer Babynahrung in unserem Qualitätsstandard produzieren will, muss über Produktionsanlagen verfügen, die nahezu die Qualität liefern, die in der Pharmaindustrie verlangt wird. Das ist sehr anspruchsvoll. Die Investitionen sind hoch. Eine Sprühanlage kostet zwischen 60 und 100 Mio. Fr. Um in der von uns geforderten Qualität produzieren zu können, braucht es enormes Know-how. Zudem ist die Registrierung von neuen Produkten in den einzelnen Ländern langwierig.

CEO Thomas Eisenring fokussiert sich auf das Premium-Segment.

Wie wichtig ist Swissness für diese Produkte?
Unsere Partner verwenden die Schweizer Herkunft des Rohstoffs Milch als Qualitätsmerkmal. Das ermöglicht uns oft ein Alleinstellungsmerkmal in Nischenmärkten.

Wie wird sich das Wachstum in diesem Segment entwickeln?
Wir als Hochdorf werden in den nächsten eineinhalb Jahren noch kaum Wachstum ausweisen können. Mit unseren bestehenden Anlagen haben wir die Kapazitätsgrenzen erreicht. Darum stehen jetzt grössere Investitionen an. Ab 2018 wird das Wachstum speziell im Bereich Baby Care sehr schnell zunehmen. Bis zum Jahr 2022 rechnen wir mit einer Verdreifachung des Umsatzes in diesem Segment.

Baby Care wird Umsatz deutlich steigern

Warum prüft Hochdorf jetzt eine Vorwärtsintegration?
Das hat historische Gründe. Als sich das Unternehmen entschieden hat, in eine Sprühanlage für Babynahrung zu investieren, hat es die halbe Bilanzsumme in dieses Projekt investiert. Das war damals sehr mutig. Als Folge der hohen Investitionen war man gezwungen, den neuen Sprühturm mit Partnern möglichst schnell voll auszulasten. Durch diese Vorwärtsintegration können sich Partner den Zugang zu den Schweizer Produkten sichern, und Hochdorf profitiert von attraktiven Margen.

Ist es wichtig, die ganze Wertschöpfungskette zu besitzen?
In den letzten Jahren waren wir stark auf die Produktion fokussiert. Das hat auch funktioniert. Viel interessanter ist es aber, wenn wir die Marktseite, also den Verkauf von Produkten, integrieren können.

Ist die anvisierte Beteiligung an Pharmalys der ideale Weg?
Pharmalys war in unserem Projekt im Bereich Babynahrung von Anfang an mit dabei. Die Gesellschaft hat sehr viel Geld in den Aufbau von neuen Märkten im Ausland investiert. Sie verfügt über ein sehr innovatives Distributionsnetz. Das Unternehmen ist schnell gewachsen und dabei hoch profitabel geblieben.

In welchen Ländern ist Pharmalys heute tätig?
Die Gesellschaft operiert schwergewichtig im Mittleren Osten, in Afrika sowie in China.

«Geplant ist Vollauslastung bis 2022...»

Wie wird die Übernahme von Pharmalys finanziert?
Schwergewichtig durch eine bedingte Kapitalerhöhung.

Wird durch diese Transaktion die Stimmrechtsbeschränkung aufgehoben?
Eine Anhebung wird diskutiert.

Braucht Hochdorf die ganzen Mittel für die Übernahme, oder gibt es noch Raum für weitere Zukäufe?
Weitere Zukäufe sind eine Option und können auch finanziert werden.

Wie sind die Margen von Baby Care?
Das hängt extrem von den Märkten ab. Prozentzahlen publizieren wir keine. Bei uns in der Produktion sind die Margen knapp zweistellig. Im Vertrieb sind sie dagegen fast doppelt so hoch.

Weitere Zukäufe können finanziert werden

Hochdorf investiert über 80 Mio. Fr. in die Erweiterung der Produktion von Baby Care. Wann gehen diese Anlagen in Betrieb?
Geplant ist die Inbetriebnahme für das erste Quartal 2018. Das sind zusätzliche 32'000 Tonnen, was einer knappen Verdreifachung der heutigen Kapazitäten entspricht.

Bis wann kann Hochdorf die neuen Kapazitäten auslasten?
Weil unsere Kapazitäten ausgelastet sind, müssen einige unserer Partner einen Teil ihres Bedarfs anderweitig beschaffen. Ich gehe davon aus, dass wir unmittelbar nach der Inbetriebnahme gegen 12'000 Tonnen zusätzlich produzieren können. Geplant ist die Vollauslastung für 2022.

Wo liegt die Zukunft des kleinen Segments Cereals & Ingredients?
Dieser Bereich war lange defizitär. Heute ist Cereals & Ingredients nach Baby Care das zweitprofitabelste Segment in unserem Betrieb.

Was produziert Hochdorf in diesem Bereich?
In der Kombination der Kompetenzen, über die wir in diesem Geschäft verfügen, ist dieser Bereich wie gemacht für die Nachfrage nach Kids Food. Das ist ein Riesenmarkt, der sich hier auftut. Für unsere Kunden ist das eine ideale Ergänzung des Sortiments. Nach der Babynahrung sollen sich auch Kinder und Jugendliche gesund ernähren.

Was erwarten Sie von Kids Food in den nächsten Jahren?
Ich gehe davon aus, dass wir die Vertriebswege von Baby Care für Kids Food nutzen können. Da sehe ich erhebliches Potenzial. Das wird ein internationales Geschäft.

Wo steht Hochdorf in fünf Jahren?
Wir werden im Bereich Dairy Ingredients die Position halten, wir haben da keine grossen Ambitionen im Wachstum. Ich gehe davon aus, dass wir bis dann den Umsatz von Baby Care verdreifacht haben. Ich erwarte, dass wir in den nächsten Jahren die eine oder andere Vorwärtsintegration realisieren können, dass der Bereich Cereals & Ingredients gestraffter daherkommt und die Synergien in den Vertriebsnetzen, speziell die Integration von Kids Food, bereits erfolgreich abgeschlossen sind.

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.