Rieter Fischer Partners

Newsletter

EDITORIAL

Obligationenfalle

Anlagen ohne Risiko gibt es nicht. Das gilt für Aktien wie für Obligationen. Der Investor will in seinem Agieren Glück und Zufall möglichst einschränken. Das ist oft eine Herausforderung. Der Begriff risikoloser Zins impliziert zum Beispiel kaum Gefahr. Das stimmt für die Rendite festverzinslicher Anlagen, bei denen die Ausfallwahrscheinlichkeit des Schuldners gegen null tendiert, wie zum Beispiel bei Staatsanleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft. Aufgrund der Marktsituation sollte derzeit aber eher von zinslosen Risiken die Rede sein. Das Volumen ausstehender Anleihen mit einer negativen Rendite hat mit 1500 Mrd. US-$ einen Höchststand erreicht. Getrieben wird das Phänomen durch die Geldschwemme und die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken. Die hohe Nachfrage nach Anleihen und die daraus resultierenden steigenden Kurse bergen aber gemäss dem neusten Bericht des Internationalen Währungsfonds IWF weitere Gefahren. Weil Alternativen fehlen, investieren Obligationenfonds zunehmend in schwer verkäufliche Papiere. Die Fonds ihrerseits müssen eine gewisse Liquidität für ihre Produkte anbieten. Wenn in einem schwieriger werdenden Umfeld Anleger in grossem Stil Fondsanteile zurückgeben wollen, ist die Liquidität der Rentenmärkte gefährdet. In den Aktienanlagen sind solche Probleme berücksichtigt. Gerade Nebenwerte werden häufig mit einem Liquiditätsabschlag gehandelt. In Anleihen ist dieser Umstand kaum berücksichtigt. Der Investor sitzt in der Obligationenfalle.

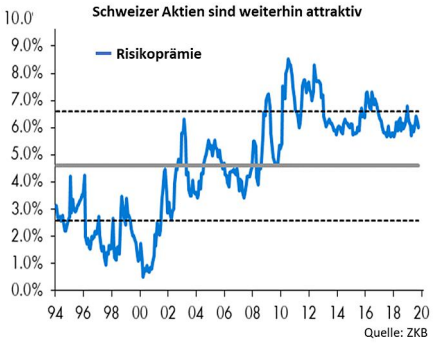
Patrick Rieter

Zinsen bestimmen Vermögen

Unterschiedliche Modelle zur Annäherung der Risiken

Tiefere Zinsen erlauben eine höhere Bewertung von Aktien. Da Beteiligungspapiere grösseren Schwankungen ausgesetzt sind als Obligationen, verlangen Anleger für diese Schwankungen eine Prämie, die sogenannte Aktienrisikoprämie. Zur Annäherung dieser Risiken gibt es eine Reihe von Modellen. Eine Variante besteht darin, die laufenden Dividendenrenditen mit dem risikofreien Zins zu vergleichen. Es werden also keine Annahmen über die Zukunft getroffen.

Derzeit bedeutet dies, dass bei tiefem Anleihenertrag die Dividendenrenditen deutlich höher liegen als die zehnjährigen Zinsen. Das ist unüblich. Daraus darf man schliessen, dass Aktien, über eine Dekade betrachtet, eine höhere Rendite abwerfen als Staatsanleihen. In einem anderen, gut etablierten Modell wird die Risikoprämie als Differenz der Gewinnrendite des Schweizer Aktienmarktes und der Rendite zehnjähriger Bundesobligationen berechnet. Die Gewinnrendite entspricht dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses.



In die Berechnung der Gewinnrendite fliesen auch die Gewinnschätzungen ein. Dieses Modell geht davon aus, dass die Risikoprämie langfristig um einen konstanten Durchschnittswert schwankt. Wie die Grafik aufzeigt, liegt die Risikoprämie für Schweizer Aktien nach wie vor über dem langjährigen Durchschnitt. Eine hohe Risikoprämie ist dahingehend zu interpretieren, dass Aktien, relativ zu Anleihen, nach wie vor attraktiv sind.

Auf die Frage, ob der Aktienmarkt aktuell zu hoch bewertet ist, illustriert nebenstehende Grafik eine Annäherung. Wird ausschliesslich die Risikoprämie als Messlatte genommen, ist die Schweizer Börse nicht ausgereizt. Das gilt aber nur unter der Annahme, dass die Zinsen in den nächsten Jahren tief bleiben und keine negativen Gewinnrevisionen den Markt belasten.

Gedankensplitter

Roboter sind im Vormarsch. Im Jahr 2018 wurden weltweit über 420'000 Robotikeinheiten im Wert von 16,5 Mrd. US-$ installiert. Bis zum Jahr 2022 soll die Zahl der installierten Roboter auf 600'000 steigen. Die grösste Nachfrage nach solchen Automaten kommt aus dem Automobilsektor, gefolgt von der Elektronik- und der Maschinenindustrie. In der Logistikbranche sind die Roboter im Vormarsch. 80% der Arbeiten werden hier noch von Hand verrichtet. DHL und Amazon sind in diesem Sektor zwei der Pioniere. Sorgen solche Produktivitätsgewinne weiterhin für tiefe Inflationsraten?

Arbonia: richtig entschieden

CEO und VR-Präsident Alexander von Witzleben hat Arbonia neu ausgerichtet. Der zentrale Baustein dabei war die Verlagerung der Produktion nach Osteuropa. Ohne die Krise im Jahr 2015 hätte das Unternehmen nicht so radikal neue Ideen entwickelt, ist von Witzleben überzeugt.

Seite 3

Inhalt

1 Negativzinsen erhöhen Fondsrisiken
1 Unterschiedliche Risikomodelle
1 Tiefe Inflation dank Robotern?
2 Energiemix verändert sich
3 Arbonia profitiert von Osteuropa

Der Investor muss sich der grünen Welle stellen

Technische Innovation als Treiber – Hohe Kosten für den Umbau der Infrastruktur

Das Thema Klimaveränderung ist in der Politik angekommen. Die Parlamentswahlen im Oktober haben, dank ökologischen Themen, den Grünen sowie der Grünliberalen Partei (GLP) deutliche Sitzgewinne beschert. Nachhaltigkeit ist auch für Anleger wichtiger geworden. Schweizer Anleger wollen ihr Geld vermehrt in Geschäftsmodelle mit ökologischem Hintergrund investieren. Dazu gibt es unterschiedliche Konzepte, die aber nicht unbedingt direkt auf der Hand liegen.

Stadler Rail ist gut positioniert

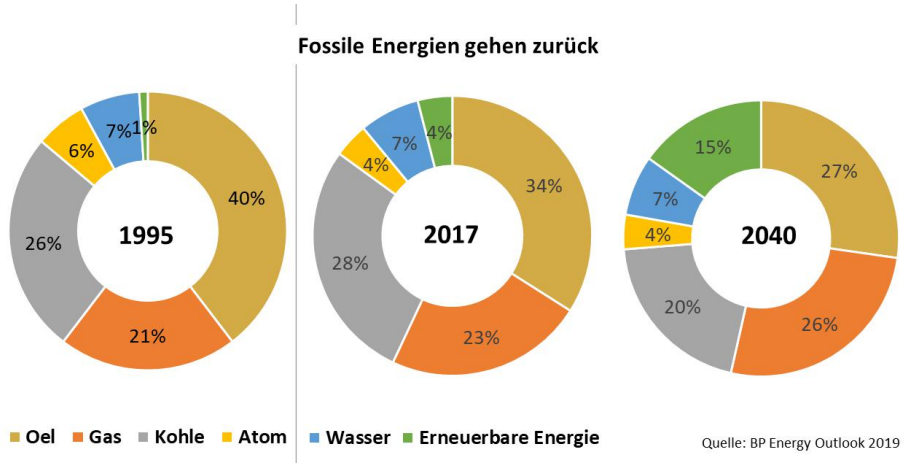
Das wachsende Bewusstsein für die Umwelt sowie der weiter anhaltende Wunsch vieler Menschen nach einer möglichst grossen Mobilität eröffnen Wachstumsmöglichkeiten für den öffentlichen Schienenverkehr. Akzentuiert wird dieser Trend durch den Umstand, dass der individuelle Privatverkehr in den Städten an seine Grenzen stösst.

Die Bahn als Transportmittel wird im Nah- und im Fernverkehr in Europa an Attraktivität gewinnen. Weil die Infrastruktur der Bahnen zudem zum Teil ungenügend ist und die Elektrifizierung von Eisenbahnstrecken teuer zu stehen kommt, werden im Bahnbetrieb zunehmend alternative Systeme sondiert, weg von der Diesellokomotive, hin zu Batterie- oder Brennstoffzellantrieben. Die Schweizer Stadler Rail, als führender Anbieter von Schienenfahrzeugen für den Personentransport in Europa, kann aus diesen Trends Nutzen ziehen.

Stromsektor im Umbruch

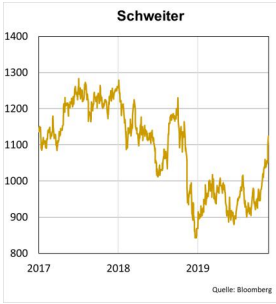
Auch die Welt der Energie verändert sich. Der Stromsektor befindet sich im Umbruch. In den reifen Volkswirtschaften verlagert sich die Nachfrage immer mehr zu nachhaltig erzeugtem Strom. Dieser Strukturumbau ist ohne hohe Investitionen nicht möglich. Die Infrastruktur muss dem sich wandelnden Stromerzeugungsmix angepasst werden. In den Entwicklungsländern wird mit einer Verdoppelung der Elektrizitätsnachfrage gerechnet. Für jedermann erschwinglicher Strom rückt dementsprechend in den Mittelpunkt. Anlagen für erneuerbare Energien wie Photovoltaik und Windkraftwerke sind da eine Option.

Schweizer Unternehmen wie Meyer Burger, Gurit und Schweiter sind für diese Geschäfte gut positioniert. Die fortschreitende Veränderung des Stromnetzes verwischt zudem die Grenzen zwischen Stromerzeugung und Energieverbrauch. Das intelligente Stromnetz (Smart Grid) erfordert den vermehrten Einsatz von Zählern und Sensoren zur Steuerung und Überwachung von Netzinfrastruktur und Energieflüssen. In dieser wachsenden Industrie ist Landis+Gyr gut positioniert. Für den Investor bleibt es indes eine Herausforderung, mit welchen Schweizer Aktien er die grüne Welle reiten kann und will.



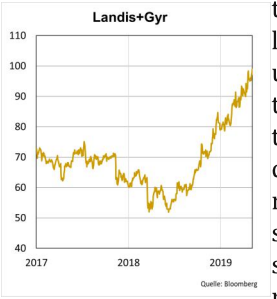
Schweiter

Schweiter Technologies ist mit dem Bereich 3A Composites Weltmarktführer in Kernmaterialen für Sandwichkonstruktionen, die in Windenergieanlagen zum Einsatz kommen. Im Weiteren ist sie gut positioniert mit Verbundplatten für hochwertige Fassadenkonstruktionen. In diesem Segment ist die Gesellschaft Zulieferer der Bauindustrie. Der solide Bestand an flüssigen Mitteln soll für Akquisitionen verwendet werden.



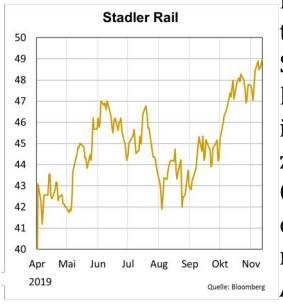
Landis+Gyr

Die Gesellschaft ist auf Messtechnik für die Stromwirtschaft spezialisiert. Insbesondere im Markt für intelligente Stromzähler, Sensoren und Automatisierungstechnik für das Verteilnetz verfügt sie über eine starke Marktposition. Das Unternehmen ist in mehr als dreissig Ländern auf fünf Kontinenten präsent und hat im Geschäftsjahr 2018 einen Umsatz von 1765 Mio. $ erwirtschaftet. Das entspricht einem Weltmarktanteil um 9,5%.



Stadler Rail

88% des Umsatzes erzielt Stadler Rail im Segment Schienenfahrzeuge. Der Rest entfällt auf das Service- und Komponentengeschäft. Seit dem Börsengang im April verzeichnet die Gesellschaft einen kontinuierlichen Auftragseingang. Dank dem hohen Auftragsbestand dürfte sich der Umsatz in den nächsten zwei Jahren auf gegen 4 Mrd. Fr. verdoppeln. Der verbesserte Produktmix ermöglicht eine Steigerung der Margen.



«Arbonia profitiert vom Renovationsbedarf»

Rückenwind durch CO_2-Regulierung – Im Bereich Türen werden Kapazitäten erweitert – Gewinn steigt

Arbonia sah sich noch vor wenigen Jahren mit einer kritischen Situation konfrontiert. 2015 stand das Unternehmen finanziell schlecht da. Das Umfeld war damals geprägt durch den Entscheid der Schweizerischen Nationalbank, den Euro-Franken-Mindestkurs aufzuheben. Im Wettbewerb mit ausländischen Anbietern kämpfte die Gesellschaft plötzlich mit dem Umstand, dass sich die eigenen Produkte um rund 20% verteuerten. Der Verwaltungsrat unter Präsident und CEO Alexander von Witzleben entschied sich damals für eine Vorwärtsstrategie. Über eine Kapitalerhöhung und strategische Massnahmen wurde Arbonia neu positioniert.

Herr von Witzleben, was macht Arbonia heute?
Wir sind ein europäischer Gebäudezulieferer mit vier Divisionen. Wir beliefern unsere Kunden mit Produkten aus den Bereichen Heizungs-, Lüftungs- und Klimatechnik (HLK) sowie Sanitär. Für die Gebäudehülle liefern wir Fenster und Türen.

Warum ist Arbonia nach vier Divisionen aufgestellt?
Die Bereiche Fenster und Türen sind aus der Historie des Unternehmens getrennt. Im Einkauf gibt es indes Synergien. Ich will nicht ausschliessen, dass der Verwaltungsrat prüfen wird, diese beiden Produktgruppen in einer Division zusammenzufassen. Der Sanitärbereich ist in sich ein eigenes Geschäft, das gilt auch für HLK.

HLK als Systemanbieter positionieren

Können Sie die Division HLK näher erklären?
HLK kommt aus der Wärmeübertragung von heissem und kaltem Wasser. Vor vier Jahren haben wir die Entwicklung einer eigenen Wärmepumpe gestartet. Diese ist heute ein fester Bestandteil unseres Geschäfts.

Hat Arbonia noch Lücken in dieser Division?
Die Wärmepumpe ist für uns attraktiv. Die deutsche Regierung, der Schweizer Bundesrat sowie die Regierungen in Irland, Belgien und anderen entwickelten europäischen Staaten werden Öl- und Gasheizungen über kurz oder lang wohl verbieten. Da ist der Einsatz einer Wärmepumpe im Moment die einzig valable Alternative. Da wollen wir investieren. Dazu kommen in Zukunft die Möglichkeiten, Wärme und Energie zu speichern. In diesem Segment wollen wir uns als Systemanbieter positionieren.

Sind grössere Akquisitionen geplant?
Grössere Zukäufe stehen nicht zur Diskussion, kleinere Akquisitionen dagegen schon. Im Produktportfolio sind wir gut positioniert, Volumen würden wir aber zukaufen.

Alexander von Witzleben hat als CEO und VR-Präsident den Umbau geprägt.

Die zweite Division ist Sanitär, was muss man sich darunter vorstellen?
Das sind Duschkabinen in allen Varianten.

Welche Marktstellung hat der Bereich Sanitär in Europa?
Wir sind der absolute Marktführer in Zentraleuropa. In Osteuropa ist der Markt nicht so gross, da wird eher gebadet.

Braucht Arbonia diese Division?
Es gibt da eine Synergie, die oft übersehen wird. Wir verarbeiten im Fenstergeschäft 6 Mio. m^2 Glas jährlich. Und Duschkabinen bestehen ebenfalls ausschliesslich aus Glas. Im Materialeinkauf passt das dazu, und es wird zudem über dieselben Distributionskanäle vertrieben.

Produktionsverlagerung ist abgeschlossen

Die dritte Division sind Fenster. Können Sie uns diese Division näher erklären?
Die Fensterdivision war 2015 primär EgoKiefer. In Bezug auf Marke und Qualität war die Gesellschaft in der Schweiz der absolute Marktführer. Die Resultate waren allerdings feuerrot. Wir haben mit jedem Fenster, das wir verkauften, Geld verloren. Damals stand zur Diskussion, ob wir das gesamte Fenstergeschäft liquidieren sollen. Wir haben uns für eine anspruchsvollere Variante entschieden. Im Rahmen einer Vorwärtsstrategie haben wir in Ostdeutschland einen weiteren Fensterhersteller gekauft und die gesamte Produktion von EgoKiefer nach Osteuropa, sprich: in die Slowakei und nach Ostdeutschland, ausgelagert. Das war eine mutige Entscheidung. Es hat drei Jahre gedauert, bis die Verlagerungen abgeschlossen waren und die daraus resultierende Profitabilität erreicht wurde.

Warum wird in Osteuropa produziert?
Die Lohnkosten liegen in Ostdeutschland bei einem Drittel der Schweizer Lohnkosten. An der polnisch-weissrussischen-Grenze sind es sogar nur 15% der hiesigen Löhne.

Ist der Produktionstransfer von der Schweiz nach Osteuropa abgeschlossen?
Ja, aber es hat ein Jahr länger gedauert als gedacht. Die Verlagerung hat gekostet und die Nerven strapaziert.

Können Sie uns die vierte Division, Türen, näher erläutern?
Es ist immer gut, wenn man den Ausgangspunkt einer Entwicklung anvisiert. 2015 bestand dieses Geschäft aus den zwei Bereichen Spezialtüren und Profilsysteme. Beide Business Units waren knapp profitabel. Wir ha-

«Absoluter Marktführer in Europa»

ben uns 2017 entschieden, den Bereich Profile zu verkaufen. Zuvor konnten wir, Ende 2016, mit der Akquisition der Looser-Gruppe das Türengeschäft markant stärken. Heute sind wir in diesem Segment in Deutschland und der Schweiz die Nummer eins – das Gleiche gilt wohl auch für den Markt Polen.

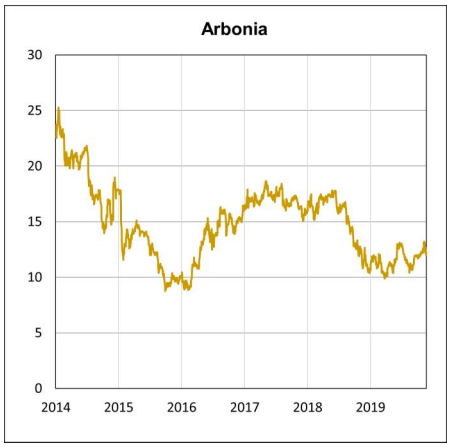
Wie ist die Auslastung der Werke?
In der Schweiz läuft es gut. In Deutschland operieren wir sogar an der Kapazitätsgrenze, mit drei Schichten an sieben Tagen die Woche.

Braucht es in Zukunft eine Kapazitätserweiterung?
In einem Werk in Deutschland produzieren wir um die 900'000 Türen pro Jahr. Diese Kapazität werden wir in den nächsten zwei bis drei Jahren um 30 bis 40% erhöhen.

Wie ist der Zustand der Produktionseinheiten bei den Türen?
Mittlerweile besser. Wir haben schon über 100 Mio. Fr. investiert. Die Produktion befindet sich auf dem Weg, Klassenstandard zu erreichen.

Gibt es Trends im Markt, die Arbonia zugutekommen?
Wir profitieren davon, dass in Deutschland und Osteuropa im Immobilienbestand grösserer Renovationsbedarf besteht. Die Schweiz ist da den ausländischen Märkten um gut zwanzig Jahre voraus. Dazu kommt der «Greta-Effekt». Alle Länder in Europa glauben, sie müssten die CO_2-Ersparnisse über Nacht umsetzen. In einem Gebäude kann der CO_2-Ausstoss mit einer besseren Isolierung reduziert werden. Ein Fenster mit drei statt einer Glasschicht hilft da. Ähnliche Verbesserungen sind im Bereich Türen möglich. Die Heizungen können mit einer Wärmepumpe optimiert werden. Eine Lüftung verbessert das Raumklima. Last but not least werden Solarzellen eingesetzt, um lokale Energiespeicher zu füllen. Diese Entwicklungen werden in den nächsten Jahren den Markt prägen.

Wo steht Arbonia in fünf Jahren?
Im Bereich HLK rechne ich mit einem Umsatz um 700 bis 800 Mio. Fr. Wir sind zudem ein voll integriertes Unternehmen in den Bereichen Wärmeerzeugung, Wärmespeicherung und Wärmetransfers. Noch stärker als heute werden wir in diesen Bereichen der absolute Marktführer in Europa sein. Im Bereich Fenster wird Osteuropa weiter erschlossen, u.a. mit Rumänien und Bulgarien, zwei Ländern mit einem schnellen Wachstum. In Deutschland wollen wir über den Onlinehandel weiterwachsen. Ein Umsatz um 400 Mio. Fr. in dieser Division ist absehbar. Im Segment Türen wird sich der Ebitda, mit einem Umsatz um



500 Mio. Fr., deutlich erhöhen. Sanitär wird sich organisch weiterentwickeln.

Warum soll der Anleger jetzt in Arbonia investieren?
Wir liegen im Markt voll im Trend. Das Einsparen von CO_2 ist ein Thema. Wir erhalten Rückenwind durch die Regulierung. Wir haben ein enorm grosses Kundennetz in allen Divisionen. Das Geschäft ist dadurch relativ stabil. Wir sind von der Deglobalisierung kaum betroffen. Der Brexit in England trifft uns nicht, wir sind in diesem Markt nicht aktiv. Dank zukünftig geringeren Investitionen verdienen wir unter dem Strich mehr Geld und steigern unsere Dividendenzahlung Wir werden aber auch Schulden reduzieren.

Interview: Erich Fischer

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.