

## Also profitiert von XP-Ende

**SCHWEIZ** Doch die zweite Jahreshälfte wird schwieriger.

Der mittlerweile europaweit drittgrösste IT-Grosshändler und Distributor Also hat ein gutes Halbjahr hinter sich. Der Umsatz ist 7,9% auf 3274 Mio. € gewachsen, der Gewinn kletterte 28,7% auf 21 Mio. €. Damit ist Also etwas stärker gewachsen als die gesamte IT-Grosshandelsbranche, die in den Ländern, in denen Also aktiv ist, 5,9% zugelegt hat.

Doch die Zahlen täuschen etwas. Weil im Frühling der Support des weit verbreiteten Betriebssystems Windows XP ausgelaufen ist, waren viele Anwender gezwungen, auf neuere Systeme umzurüsten. Das hat den Verkauf aufgebläht. Der Markt für Desktop Computing hat davon am meisten profitiert und ist 21,3% gestiegen.

Für das gesamte Jahr rechnet das Beratungsunternehmen Gartner allerdings branchenweit mit einem Rückgang des Endverbraucherumsatzes um 0,6%. So hat sich etwa schon im ersten Halbjahr die Nachfrage nach Servern 14,5% zurückgebildet. Grund ist hier die Konkurrenz durch Cloud-Anwendungen.

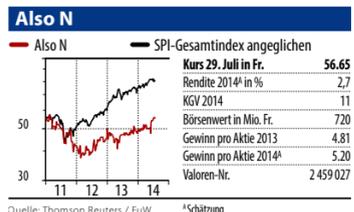
Der XP-Effekt reichte auch nicht, um Also margenmässig zu befeuern. Es war vor allem die in Finnland erzielte Verbesserung dank der vorangegangenen Restrukturierung, die entscheidend zum höheren Gewinn beigetragen hat. Im geografischen Marktsegment Zentraleuropa gelang es nicht, aus dem 7,8% höheren Umsatz von 2544 Mio. € eine höhere Marge zu ziehen. Wegen intensiverer Preisdrucks in Frankreich und der Schweiz ging der Gewinn vor Steuern von 27,9 auf 25,7 Mio. € zurück.

Die Region Nord- und Osteuropa wuchs 6,2% auf 807 Mio. €. Das Ergebnis vor Steuern verbesserte sich von -1,4 auf +5,5 Mio. €, vor allem dank dem erwähnten Turnaround in Finnland.

Ende Mai hat Also für 36,5 Mio. € den niederländischen Computer- und Druckerhändler Alpha International übernommen. Alpha erzielte 2012 rund 590 Mio. € Umsatz, was knapp 10% des Also-Umsatzes entspricht.

Trotz der Zukäufe und des deutlichen Gewinnanstiegs im ersten Halbjahr rechnet Also für das gesamte Jahr mit einem Gewinn von bloss 50 bis 55 Mio. €, nach rund 50 Mio. im Vorjahr. Der Gewinnzuwachs der ersten Jahreshälfte (+28,7%) kann in diesem Tempo nicht fortgeführt werden, was Also mit der zurückhaltenden Markteinschätzung von Gartner begründet. Entschieden wird das Jahr aber erst im wegen des Weihnachtsgeschäfts gewichtigen vierten Quartal. An der Gewinnsschätzung von 5,20 Fr. je Aktie, die von einem Gewinn im oberen Bereich der Unternehmensprognose ausgeht, wird festgehalten.

Mit einem KGV von knapp 11 sind die Titel günstig bewertet, doch spiegelt sich darin auch das vorläufige Fehlen von Wachstumsperspektiven des IT-Handels. **AM**



Unternehmenszahlen			
in Mio. €, per 1. Semester	2012	2013	2014
<b>Umsatz</b>	<b>2868</b>	<b>3040</b>	<b>3279</b>
- Veränderung in %	+0,4	+6,0	+7,9
Betriebsgewinn (Ebit)	37,0	31,9	38,3
- Veränderung in %	+48,0	-12,9	+20,1
- in % des Umsatzes	0,9	1,1	1,2
Gewinn/Verlust	20,3	16,3	21,0
- in % des Umsatzes	+175,6	-17,9	+28,7
Betrieblicher Cashflow	-8,0	30,3	-44,0
<b>Bilanz</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>30.6.2014</b>	
Bilanzsumme	1492	1481	
Nettoverschuldung	77	222	
Eigenkapital	421	423	
- in % der Bilanzsumme	28,2	28,5	

Alle Finanzdaten zu Also im Online-Aktienführer: [fuw.ch/ALS](http://fuw.ch/ALS)



# Sanktionen könnten breit treffen

**RUSSLAND** Die USA und die EU beschliessen neue Massnahmen, die auf ganze russische Wirtschaftssektoren zielen.

MARTIN GOLLMER

Mit der Gewaltspirale in der Ukraine dreht sich auch die Sanktionsspirale gegen Russland weiter. Dessen Regierung werfen die USA und die EU vor, die prorussischen Separatisten in der Ostukraine mit Waffen zu versorgen, statt sie zum Aufgeben zu bewegen. Nach dem den Separatisten zugeschriebenen Abschuss eines malaysischen Passagierflugzeugs haben die Staats- und Regierungschefs der USA, Deutschlands, Frankreichs, Grossbritanniens und Italiens am Montag in einer Videokonferenz beschlossen, die Sanktionen gegen Russland zu verschärfen. Die EU hat die neuen Massnahmen am Dienstag finalisiert, die USA wollen selbstag oder am Mittwoch folgen.

Nachdem bisher vor allem Einreiseverbote und Kontosperrungen für dem russischen Staatsapparat nahestehende Individuen verhängt wurden, zielen die neuen Massnahmen auf ganze Wirtschaftssektoren, namentlich den Finanz-, Energie- und Rüstungssektor. Geplant ist, den Zugang für russische Banken zu den westlichen Kapitalmärkten einzuschränken, den Verkauf von Technologie an die russische Ölindustrie zu verbieten und zukünftige Waffenlieferungen sowie den Export von Material, das sowohl zivil wie militärisch verwendet werden kann, nach Russland einzustellen.

## Bereits arg unter Druck

Die neuen Massnahmen kommen zu einem Zeitpunkt, in dem die russische Wirtschaft wegen der Ukraine-Krise bereits arg unter Druck steht: Das Wirtschaftswachstum ist zum Stillstand gekommen, Kapital flieht aus dem Land, die Währung schwächtelt, Anleger bleiben der Börse fern. Der Rubel wertete sich seit Anfang Jahr gegenüber dem Dollar 7,4% ab, was die zweit-schlechteste Performance unter Schwellenländern bedeutet. Verglichen mit den zwanzig grössten Aktienmärkten der Welt gar am schlechtesten abgeschnitten hat die russische Börse – der dollarbasierte RTS-Index verlor seit Jahresbeginn 14,9%.

Obwohl sie auf bestimmte Sektoren bezogen sind, haben die neuen Sanktionen Wirkung weit darüber hinaus. Insbesondere die Kapitalmarktrestriktionen für russische Banken sind geeignet, eine Vielzahl von Unternehmen mit finanziellen Beziehungen zum Ausland zu treffen. Bereits reflektieren steigende Spreads auf Anleihen die wachsenden Sorgen von Anlegern bezüglich der Auswirkungen der Sanktionen auf russische Unternehmen.

Wie verwundbar kотиerte Firmen aus Russland bei einem erschwerten Zugang zu westlichen Kapitalmärkten sind, hat die britische Bank Barclays untersucht (vgl. Tabelle). Je nach Ausgestaltung der Sanktionen hält sie dabei staatlich kontrollierte Unternehmen wie Gazprom oder



Angestellte von Gazprom Neft in Novosibirsk. Sanktionen könnten die Ölfirma treffen, weil sie hohe Fremdwährungsschulden hat.

Rosneft (an der der britische Öl- und Gasmulti BP einen Anteil von knapp 20% hält) für verwundbarer als privat gehaltene wie Norilsk Nickel oder Polyus Gold. Allerdings haben Letztere oft einen starken Minderheitsaktionär, der Beziehungen zur russischen Regierung haben kann oder nicht. Sanktionsrisiken könnten also auch für private Firmen mit einem staatsnahen Minderheitsaktionär bestehen.

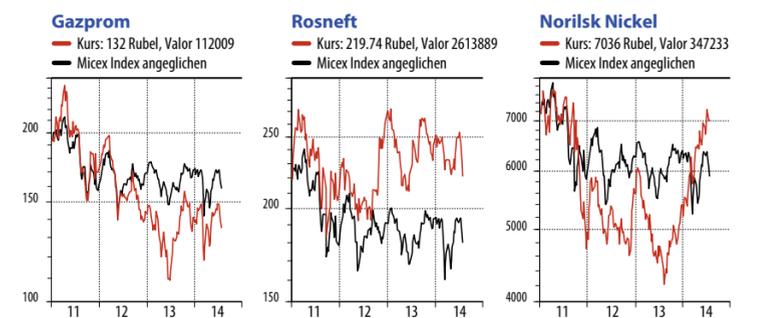
Was die Abhängigkeit von Eurobonds betrifft, so ist Gazprom mit 29 Mrd. \$ ausstehenden Papieren der grösste russische Schuldner mit einem hohen Exposure zu dollar- und eurobasierten Anleihen. Ebenfalls hohe Abhängigkeiten von Eurobonds weisen Lukoil, Severstal und VIP auf. Positiv für diese Firmen ist gemäss Barclays, dass die Maturitäten der Anleihen in den nächsten Quartalen handhabbar sind und somit genügend Zeit besteht, um von Eurobonds wegzurotieren.

## Kumulation von Risiken

Dagegen sind gemäss Barclays die meisten untersuchten Unternehmen stark von Fremdwährungsschulden abhängig. Ausnahmen sind einzig MTS und Rurail.

Nur eine Handvoll Unternehmen wies am Ende der letzten Berichtsperiode weniger Barmittel auf als kurzfristige Schulden. Dazu zählen gemäss Barclays Rosneft, Evraz, TMK, Alrosa und SCF. Diese Firmen könnten sehr schnell von einem erschwerten Zugang zu westlichen Kapitalmärkten betroffen sein.

## Sanktionen lassen die Kurse russischer Bluechips fallen



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Verwundbarkeit durch erschwerten Zugang zu westlichen Kapitalmärkten

Unternehmen	Abhängigkeit von Eurobonds	Abhängigkeit von Fremdwährungsschulden	Verhältnis Barmittel/ kurzfristige Schulden
Gazprom	hoch	hoch	gut
Gazprom Neft	mittel	hoch	gut
Rosneft	tief	hoch	schwach
Novatek	mittel	hoch	gut
Lukoil	hoch	hoch	gut
Evraz	mittel	hoch	schwach
TMK	mittel	hoch	schwach
NLМК	tief	hoch	gut
Severstal	hoch	hoch	gut
Polyus Gold	mittel	hoch	gut
Norilsk Nickel	tief	hoch	gut
Alrosa	mittel	hoch	bessernd
Metallinvest	mittel	hoch	gut
VIP	hoch	hoch	gut
MTS	tief	tief	gut
Transneft	tief	hoch	gut
SCF	tief	hoch	marginal
Rurail	mittel	tief	gut

Eurobond-Abhängigkeit ist hoch (>50%), mittel (30–50%) oder niedrig (<30%)  
Abhängigkeit von Fremdwährungsschulden ist hoch (über 50%) oder niedrig (unter 50%)  
Quelle: Unternehmen, Barclays

# Russland soll wegen Yukos 50 Mrd. \$ zahlen

**RUSSLAND** Nach einem Urteil des Schiedsgerichts in Den Haag sollen Ex-Aktionäre des Energiekonzerns Rekordsumme erhalten.

HELMUT HETZEL, Den Haag

Der russische Präsident Wladimir Putin und Russland haben eine schwere juristische Niederlage erlitten. Das Land muss nach einem Urteil des ständigen Schiedsgerichts in Den Haag 50 Mrd. \$ Schadenersatz an die Aktionäre des einstigen russischen Ölkonzerns Yukos zahlen, der vor zwölf Jahren auf Betreiben Putins zerschlagen wurde. Yukos-Gründer Michail Chodorkowski wurde damals verhaftet. Er verbüsste als politischer Gefangener eine Haftstrafe von 2003 bis 2013 in Arbeitslagern, weil er es gewagt hatte, Putin öffentlich zu kritisieren. Inzwischen ist er frei.

Unklar ist nun, ob Russland zahlen wird. Möglicherweise wird Moskau versuchen, gegen das Urteil Berufung einzulegen, was nach Meinung der Kläger aber nicht möglich ist. Jedenfalls hat Moskau laut Urteil des Schiedsgerichtshofs bis 2015 Zeit, das Geld zu überweisen. Bis dahin will die russische Regierung gemäss

Aussenminister Sergei Lawrow aber alle juristischen Möglichkeiten untersuchen, den Haager Richterspruch juristisch anzufechten. Sollte Russland nicht zahlen und das Urteil nicht erfolgreich anfechten können, werden ab 2015 Strafzinsen fällig.

## Durch die Hintertür

Neuer möglicher Streitpunkt ist die internationale Energie-Charta, auf die sich der Schiedsgerichtshof beruft. Russland hat diese Charta zwar unterschrieben, aber das Parlament hat sie nicht ratifiziert. Der Haager Schiedsgerichtshof urteilte, da Russland die Charta unterschrieben habe, sei das Land auch den daraus resultierenden Verpflichtungen unterworfen.

Die ehemaligen Yukos-Aktionäre hatten die Klage eingereicht, weil sie de facto durch die Hintertür aufgrund der Zerschlagung und Verstaatlichung des Ölkonzerns Yukos enteignet worden sind. Ausserdem argumentierten ihre Anwälte,

die Energie-Charta sei unterschrieben worden. Dieser Sichtweise stimmten die Richter zu. Kläger war die Gesellschaft GML, die aus der einstigen Menatep-Gruppe hervorging, der Grossaktionärin von Yukos. Chodorkowski hatte seine Menatep-Anteile bevor er verhaftet wurde an den Freund und Mitaktionär Leonid Newslin überschrieben. Newslin entzog sich einer Verhaftung in Russland und floh nach Israel. Er und die GML sind die wichtigsten Kläger im Haager Yukos-Prozess.

Putin eliminierte mit der Verhaftung von Chodorkowski und der Verstaatlichung von Yukos einen seiner einflussreichsten Gegner. Yukos wurde zerschlagen. Grosse Teile des Ölkonzerns gingen damals an den staatlichen russischen Ölkonzern Rosneft. Chodorkowski wurde 2003 verhaftet, angeblich, weil er Steuern hinterzogen habe. Am 25. Dezember 2013 kam er aufgrund eines Gnadengesuchs frei und übersiedelte in die Schweiz. Chodorkowski bezeichnete den Haager Rich-

terspruch als «fantastisch», betonte aber gleichzeitig, dass er keiner der Kläger war und er von dem Richterspruch nicht finanziell profitieren werde. «Für die einstigen Yukos-Aktionäre aber ist das ein sehr gutes Urteil», so Chodorkowski.

## Einstimmiges Urteil

«Wir sind sehr froh über diesen Richterspruch», sagte Tim Osborne, einer der Kläger, die in Den Haag wegen der Yukos-Verstaatlichung vor das Schiedsgericht zogen. «Noch nie in der Geschichte des Haager Schiedsgerichts wurde eine solche hohe Summe als Schadenersatz festgestellt.» Das Haager Schiedsgericht traf die Entscheidung einstimmig.

Der russische Ölkonzern Rosneft erklärte inzwischen, dass er nicht adressierbar sei, um den Schadenersatz zu bezahlen. Dementsprechend haben die Rosneft-Aktien zu Wochenbeginn wenig auf die Meldungen reagiert (vgl. Chart oben).