

# Liebes Investor!

Gross oder klein, das ist für viele Investoren keine Frage. Wenn sie nämlich einen Index kaufen, dann setzen sie vor allem auf die Schwergewichte an der Börse. Doch oft sind die kleinen Unternehmen viel spannender, und gerade an diesen fehlt es ja in der Schweiz nicht.

Treue Leser dieser Spalten wissen, dass ich ein Fan von Small und Mid Caps bin. Empirische Studien zeigen, dass Small Caps in der langen Frist die grossen Werte schlagen. Sie zeigen höhere Wachstumsraten, und weil die Titel weniger liquid sind, lässt sich eine Prämie verdienen. Interessant ist ein zusätzliches Argument: Analysten von Société Générale haben sich europäische Small Caps angeschaut und herausgefunden, dass die Sektoren Telecom, Versorger, Versicherer und Banken insgesamt ein Gewicht von nur 10% haben. Bei den Large Caps hingegen machen diese hochregulierten Sektoren gut 25% aus.

Nun muss ich anfügen, dass Schweizer Small Caps dieses Jahr sehr gut gelaufen sind und der Sektor etwas teuer ist. Trotzdem: Mir sind Namen wie Belimo, Komax, Interroll, Conzzeta, Bossard oder VAT immer noch viel lieber als schwerfällige Grossbanken- oder Versorgerwerte.

## CS: Fehler mit Panalpina

Die Aktien Panalpina sind seit Anfang Jahr 20% auf 136 Fr. gestiegen. Nach Meinung eines Analysten von Credit Suisse in London ist nun das Ende der Fahnenstange erreicht. «Die Panalpina-Titel sind im Vergleich zur Konkurrenz zu teuer», schreibt der Analyst und setzt ein «Underperform»-Rating mit Kursziel 125 Fr. Die Sache hat bloss einen Haken; der CS-Analyst hat einen gewaltigen Bock geschossen. Lassen Sie mich erklären: Er argumentiert in seiner Studie, auf Basis der Gewinnsschätzung für 2018 seien Panalpina mit einem EV/Ebitda-Vielfachen von 15 bewertet. Das sei deutlich mehr als K+N (12,5) oder die dänische DSV (11,8). EV/Ebitda ist eine Bewertungskennzahl, die den Unternehmenswert (Enterprise Value, EV) ins Verhältnis zum Betriebsgewinn vor Abschreibungen und Amortisationen setzt. Und auf den EV kommt man, wenn man zur Marktkapitalisierung des Unternehmens seine Nettoschulden hinzu- respektive seinen Nettocashbestand abzählt.

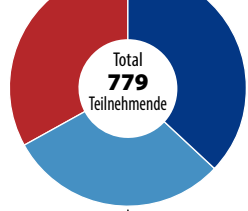
Können Sie mir noch folgen? Gut, denn jetzt kommt der Fehler. Der CS-Analyst argumentiert, Panalpina halte per Ende 2015 Nettoschulden von 392 Mio. Fr. in der Bilanz, und diese würden bis 2018 auf 540 Mio. Fr. steigen. Doch das stimmt nicht. Panalpina hatte Ende 2015 nicht 392 Mio. Fr. Nettoschulden in der Bilanz, sondern das Gegenteil: eine Nettocashposition von 392 Mio. Fr. Und bis 2018 wird dieser Nettocashbetrag auf gut 500 Mio. Fr. steigen. Der Analyst hat

Die letztwöchige FuW-Umfrage

Sparen Sie in der dritten Säule?

30% Nein

37% Ja, mit Sparkonto



Die neue Umfrage finden Sie auf: [www.fuw.ch/umfrage](http://www.fuw.ch/umfrage)

Umfrage präsentiert von  
 Swisscanto Invest  
 by Zürcher Kantonalbank

in seiner EV-Berechnung also das Vorzeichen – Plus statt Minus – verwechselt.

Die aktuelle Marktkapitalisierung von Panalpina beläuft sich auf gut 3 Mrd. Fr., da macht es einen erheblichen Unterschied, ob man zur EV-Berechnung nun eine halbe Milliarde hinzu- oder wegzählt. Hätte der Analyst richtig gerechnet, käme er im Fall von Panalpina für das Jahr 2018 auf ein EV-Ebitda-Vielfaches von 10,3. Und damit wären die Aktien günstiger als K+N oder DSV.

*«Gib immer alles, wenn die Chancen gegen dich stehen.»*

ARNOLD PALMER  
 Golflegende (1929–2016)

Ich weiss nicht, ob die CS-Leute ihren Fehler noch nicht erkannt haben, denn bis Redaktionsschluss hat die Bank keinen neuen Report publiziert. Wer weiss, vielleicht warten sie den Investorentag von Panalpina am 29. September ab und werden dann ihre Schätzung anheben. Klar ist: Die CS-Analysten haben sich einen krassen Rechnungsfehler geleistet.

## Adienne kommt doch nicht

Das Tessiner Pharmaunternehmen Adienne kommt doch nicht an die Börse. Offiziell heisst es, dass Umfeld sei zu schwach. Ich habe aber gehört, dass Adienne schlichtweg auf zu wenig Interesse stiess. Die Gesellschaft hat zwar bereits ein Medikament auf dem Markt und

ist nach eigenen Angaben profitabel, doch Anleger hätten sich primär auf die Pipeline konzentriert – und die sah offenbar zu dünn aus. Im Übrigen wird die Ausrede mit dem Börsenumfeld von einem anderen Schweizer Biotech widerlegt: AC Immune hat erst letzte Woche mit Erfolg Aktien am Nasdaq platziert.

## Airopack: Warme Luft

Am Freitag, dem letzterlaubten Tag, legt Airopack die Halbjahreszahlen auf den Tisch. Gut, wenn Ihnen der Name nichts sagt. Das zeigt, dass Sie nicht investiert sind. Die Gesellschaft hat ein System entwickelt, das den Druck in einer Dispenspackung (zum Beispiel einer Spraydose) ohne chemische Triebmittel regelt.

Die Aktien sind in jüngster Zeit massiv gefallen. Ist das eine Kaufgelegenheit? Nein. Bislang ist Airopack zahlenmässig tief im Morast stecken geblieben. Im vergangenen Jahr hatte die Gesellschaft einen Verlust von 16 Mio. € ausgewiesen. Im ersten Semester 2016 müsste sich eine klare Besserung abzeichnen haben. Meines Wissens gelten die Ziele 2017 noch: 100 bis 130 Mio. € Umsatz und eine operative Marge von 13 bis 15%. Das ist vor allem eines: utopisch.

## Unsinniges zu Swisscom

Mir geht die Debatte um die Privatisierung von Swisscom auf die Nerven. Die Argumente der Befürworter des Status Quo sind unsinnig: Da wird vor chinesischen Investoren gewarnt, sprudelnde Dividendeneinnahmen für den Staat ins Feld geführt, und natürlich wird der Abbau der Grundversorgung befürchtet.

Ich glaube weder, dass ein chinesischer Investor hier Mobilfunktürme abmontiert, noch, dass wir zur Keilschrift zurückkehren, falls Swisscom voll privatisiert würde. Aber beim Thema Swisscom kochen die Emotionen hoch, wie sich auch jetzt wieder im Ständerat gezeigt hat. Dass Swisscom mit ihrer Finanzkraft in neue digitale Geschäftsfelder vordringt und damit private Anbieter verdrängt, sieht offenbar nur eine Minderheit der Politiker als problematisch an.

Das beste Argument für einen Abbau des Staatsanteils liefert der Bund selbst: Ein Grund, warum die Revision des Fernmeldegesetzes so schleppend verläuft, ist der Interessenkonflikt, den der Bund als Gesetzgeber, Eigner, Regulator und Grosskunde hat. In der Swisscom-Frage steht sich die Schweiz selbst im Weg.

Zum Schluss noch meine Umfrage: Wenn Sie könnten, wen würden Sie wählen: Trump oder Clinton? Sagen Sie's mir unter [www.fuw.ch/umfrage](http://www.fuw.ch/umfrage).

*Ihr Praktikus*

Porträt: Ulrich Spiesshofer

# Bewährungsprobe für den Teamplayer

Der CEO von ABB steht unter Druck des aktiven Investors Cevian Capital, die Division Stromnetze abzuspalten. Am 4. Oktober will er seine Sicht der Dinge darlegen. **MARTIN GOLLMER**



BILD: ENNIO LEONZAK/STONE

**Was für eine Nervenstärke und Standfestigkeit muss ABB-CEO Ulrich Spiesshofer haben.** Seit Monaten macht der aktive Investor Cevian Capital Druck auf ihn, das Management und den Verwaltungsrat des Automations- und Energietechnikkonzerns – zuletzt auch in der Öffentlichkeit mit einer medial unterstützten Kampagne. Cevian fordert die Abspaltung der Division Stromnetze. Die neugebildete Sparte wird seit einem Jahr einer strategischen Überprüfung unterzogen. Spiesshofer wird nachgesagt, er stehe für einen Verbleib der Division im Konzern ein. Details zur strategischen Überprüfung will er am Investorentag am 4. Oktober bekanntgeben.

Wegleitend für das, was Spiesshofer mit der Division Stromnetze vorhat, dürfte sein, was er ab 2010 mit der Geschäftseinheit Robotik erlebte. Als er sein damaliges Amt als Leiter der Division Industrieautomation und Antriebe bei ABB antrat, machte die Einheit auf einen Umsatz von 1 Mrd. \$ einen Verlust von 200 Mio. \$. Viele Leute rieten ihm, den Geschäftsteil abzustossen. Spiesshofer unterzog die Einheit daraufhin einer strategischen Überprüfung, in der neben einer Abspaltung auch ein Umbau mit einem neuen Geschäftsmodell angeschaut wurden. Schliesslich entschied man sich, die Einheit zu reorganisieren und zu behalten. Heute ist das Robotergeschäft der «Rockstar» im Portfolio von ABB, wie Spiesshofer in Interviews zu sagen pflegt. Konzernintern heisst es, er habe mit der Division Stromnetze das Gleiche vor.

**Spiesshofer ist seit September 2013 CEO von ABB.** Gleich bei seiner Amtsübernahme musste er eine Feuerwehrlösung starten. Die Division Energietechniksysteme, heute Teil der Sparte Strom-

netze, hatte Grossprojekte in der Nordsee vermasselt und schrieb Verluste. Spiesshofer setzte ein neues Management ein, das mit einem angepassten Geschäftsmodell den Turnaround schaffte. Im Herbst 2014 verordnete er dem Konzern eine neue Strategie. Mit grösserem Kundenfokus und verbesserter bereichsübergreifender Zusammenarbeit sollte ABB auf einen profitablen Wachstumskurs gebracht werden. Die Profitabilität hat sich seither verbessert, das Wachstum ist jedoch – wegen der schwachen Weltkonjunktur – anämisch geblieben.

Vor einem Jahr lancierte Spiesshofer eine Reorganisation des Konzerns. Er vereinfachte die Konzernführung – statt vierzehn gibt es jetzt nur noch sieben Divisions- und Regionenleiter – und machte aus fünf vier Sparten. Die Zahl der Back Offices für die weltweiten Operationen reduzierte er von 68 auf 2 Haupt- und vier Unterdienstleistungszentren. Und den Angestellten im weissen Kragen drückte er ein Effizienzsteigerungsprogramm aufs Auge, mit dem pro Jahr 1 Mrd. \$ gespart werden soll.

**Der 52-jährige Spiesshofer wuchs in Aalen in Baden-Württemberg auf.** 1989 machte er an der Universität Stuttgart den Master in Business Administration and Engineering, 1991 das Doktorat in Ökonomie. Danach heuerte er beim internationalen Beratungsunternehmen A.T. Kearney an. Hier war er in verschiedenen Funktionen zunächst in Deutschland, dann in Australien und schliesslich in der Schweiz tätig. 2002 wechselte er zu Roland Berger Strategy Consultants, wo er am Sitz Schweiz Senior Partner und Global Head Operations Practice war. 2005 erfolgte dann der Einstieg bei ABB, zunächst als Chef der Unternehmensentwicklung. Seither machte er sich einen Namen als Strategieexperte und als stark auf Kunden und Märkte orientierten, umsetzungsstarken Teamplayer und Teambuilder.

Seit nunmehr fünfzehn Jahren lebt Spiesshofer mit seiner Familie in der Schweiz. In einem Interview bezeichnete er sich einmal als «Schweizer im Herzen». Folgerichtig durchläuft er zurzeit das Einbürgerungsverfahren. Seine Freizeit verbringt Spiesshofer beim Segeln auf dem Zürichsee, beim Skifahren auf der Lenzerheide oder beim Musizieren mit Klarinette, Saxofon und Akkordeon. Als Musiker wird Spiesshofer Harmonien lieben. Die dissonante Stimme von Cevian dürfte ihm deshalb wehtun.

Anzeige

SIX

# Schwimmen Sie ruhig mit dem Strom.

Ob Smart Homes, Wearables oder Drohnen – welches Thema Sie auch immer für sich entdeckt haben: Mit Partizipationsprodukten können Sie an den vielversprechendsten Entwicklungen teilhaben. Weil sich die Produkte einzig am Kurs des jeweiligen Basiswertes orientieren, sind sie zuverlässig transparent. Da investieren, wo es sich lohnt: [www.six-structured-products.com/pa](http://www.six-structured-products.com/pa)

STRUCTURED PRODUCTS