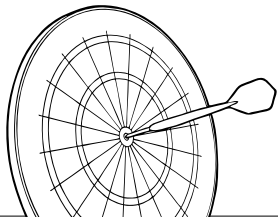


Hot Corner



## Die Nestlé des Minensektors

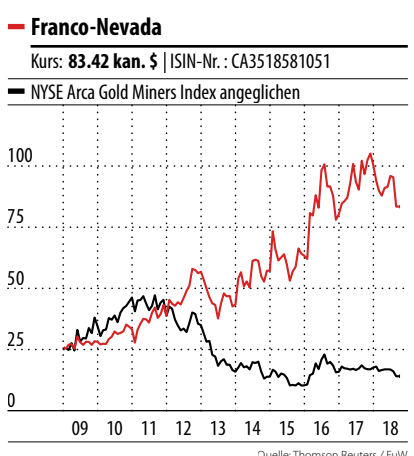
Es ist in diesen Tagen nicht einfach, Aktien aus dem Goldminensektor als heiss zu bezeichnen. Schliesslich hat der Index der kotierten Minengesellschaften gerade ein neues Mehrjahrestief erreicht. Doch es gibt eine Ausnahme: **Franco-Nevada** (83.2 kan. \$, Börsenwert 15,5 Mrd. kan. \$). Der Kurs ist dieses Jahr zwar ebenfalls eingebrochen. Doch in der langen Sicht sind die Franco-Nevada-Valoren der Konkurrenz enteilt (vgl. Grafik). Ausserdem sind die Kanadier ein Dividendengarant. Seit dem Börsengang Ende 2007 hat das 1983 gegründete Unternehmen jedes Jahr die Ausschüttung an die Aktionäre erhöht.

Denn Franco-Nevada sind keine normale Goldaktien. Die Gesellschaft betreibt keine Anlage und besitzt keine einzige Mine, sondern investiert nur in Lizenzen, sogenannten Royalties und Streams. Eine Royalty gibt dem Besitzer das Recht auf einen Teil des zukünftigen Erlöses einer Mine. Bei einem Stream hat der Investor Anspruch auf einen Teil der Produktion und muss die Ware dann selbst verkaufen. Franco-Nevada ist also kein Bergbaukonzern, sondern eine Finanzgesellschaft, die den Minenbetreibern Geld vorschiess und sich zu günstigen Bedingungen einen Teil der Produktion sichert.

Die meisten Abnahmeverträge sind so ausgestaltet, dass steigende Förderkosten der Minengesellschaft keinen Einfluss haben, solange die Produktion läuft. Steigende Marktpreise wirken sich dagegen sofort auf die Gewinnmargen aus. Fallende Metallpreise drücken zwar die Marge, dafür winken dann die lukrativen Deals. Als der Bergbaukonzern Glencore 2016 wegen seiner Schulden in Schwierigkeiten kam, sicherte sich Franco-Nevada für 500 Mio. \$ die Gold- und Silberproduktion der Antapaccay-Mine in Peru. Das ist das Erfolgsrezept von Franco-Nevada: Sie nutzt die Nöte der Minengesellschaften aus und stellt Mittel zur Verfügung, wenn andere Finanzierungsquellen versiegen.

Das Geschäftsmodell ist einfach skaliert, und es lässt sich einfach diversifizieren. Das Portfolio umfasst rund 300 Mineninvestments. Fünfzig Minen sind in Betrieb, weitere vierzig stehen kurz davor, die übrigen sind noch in einem früheren Entwicklungsstadium. Zur besseren Diversifikation geht Franco-Nevada vermehrt auch Verträge mit der Erdölindustrie ein. Noch stammen 85% des Umsatzes aus dem Edelmetallsektor, längerfristig soll der Anteil auf 80% sinken.

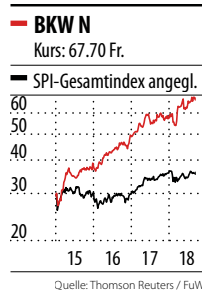
Mit einer geschickten Auswahl von Investments erzielte Franco-Nevada in den vergangenen Jahren eine Gewinnmarge zwischen 40 und 85%, ganz ohne Fremdkapital. Diese Qualität hat aber ihren Preis. Die Aktien sind historisch und im Vergleich zur Konkurrenz stramm bewertet. Wie bei den Nestlé-Papieren müssen Anleger geduldig auf einen Rückschlag warten. Genau das ist jetzt passiert, als die Quartalszahlen die hohen Erwartungen enttäuschten. Franco-Nevada gibt es für 83 statt 110 kan. \$ wie zu den Bestzeiten vor einem Jahr. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis ist von 3,5 auf 2,5 gefallen. Viel teurer als die der Konkurrenz sind die Titel nicht mehr. **PR**



# BKW trotz widrigem Marktumfeld

**SCHWEIZ** Der Berner Energiekonzern wächst im ersten Halbjahr dank weiteren Akquisitionen im Dienstleistungsbereich.

MARTIN GOLLMER



Der Versorger BKW hat im ersten Halbjahr nach eigenem Bekunden «ein starkes Ergebnis erzielt». Dank des weiter kräftigen Wachstums des Dienstleistungsge- schäfts konnte der Umsatz trotz anhaltend negativer Strompreiseffekte 2% auf 1281 Mio. Fr. gesteigert werden. Das Betriebsergebnis auf Stufe Ebit sprang im Vergleich zum Vorjahr 23% auf 224 Mio. Fr. und der Gewinn erhöhte sich 9% auf 126 Mio. Fr.

Bereinigt um einen Sondereffekt aus dem Primatwechsel der Pensionskasse beläuft sich der Ebit aber nur auf 171 Mio. Fr. Er liegt damit auf der Höhe des Vorjahres. Der bereinigte Gewinn kommt auf 85 Mio. Fr. zu stehen – 30 Mio. Fr. unter dem Vorjahreswert. BKW führt das ausschliesslich auf die schwächere Performance der Anlagen in den Stilllegungs- und Entsorgungsfonds zurück, die im Vorjahr überdurchschnittlich gut rentiert hätten.

## Negative Strompreiseffekte

Die Zahlen von BKW spiegeln weiterhin den Einfluss der rekordtiefen Grosshandelspreise für Strom der Jahre 2015/16. Dies, weil der produzierte Strom in der Regel drei Jahre im Voraus verkauft wird. BKW konnte die sinkenden Einnahmen aber nahezu kompensieren – nicht zuletzt dank erfolgreichem Stromhandel und stetiger Kostenreduktion. BKW rechnet damit, dass die negativen Strompreiseffekte bis Ende 2019 andauern werden. Danach zeichne sich eine Erholung ab, die sich in besseren Ergebnissen ausdrücken soll. CEO Suzanne Thoma sagte in der Telefonkonferenz mit Journalisten, für 2021 etwa habe die Stromproduktion zu 5 Rappen die Kilowattstunde verkauft werden können. Das sei doppelt so viel wie 2016.

BKW investiert weiterhin kräftig. Im ersten Halbjahr beliefen sich die Gesamtinvestitionen auf 237 Mio. Fr. Davon flossen rund zwei Drittel in das Wachstum und ein Drittel in den Unterhalt der Anlagen. 80 Mio. Fr. wurden etwa in den Bau von Windparks an Land in Norwegen



Stausee Oberaar: Strom ihrer Wasserkraftwerke kann BKW wieder teurer verkaufen.

investiert, die in den nächsten Jahren ans Netz gehen werden. Weitere rund 60 Mio. Fr. wurden für das Wachstum im Dienstleistungsgeschäft eingesetzt. Im ersten Halbjahr erwarb BKW dabei sieben Unternehmen mit einem Umsatz von insgesamt 60 Mio. Fr. Zum Vergleich: 2017 kam es im gesamten Jahr zu 22 Akquisitionen. Dabei

wurden für einen Preis von total 170 Mio. Fr. rund 170 Mio. Fr. Umsatz zugekauft. Mit einer Wachstumsrate von 19% im ersten Halbjahr trägt das Dienstleistungsgeschäft nun bereits rund 30% zum Gruppenumsatz bei.

Das Geschäftsfeld Energie vermochte den preisbedingten Umsatzrückgang

Unternehmenszahlen

In Mio. Fr.	1. Sem. 17	1. Sem. 18	+/- in %
<b>Umsatz</b>	<b>1262</b>	<b>1281</b>	<b>+2</b>
Ebitda <sup>1)</sup>	256	245	-4
Betriebsergebnis	182	224	+23
Gewinn	116	126	+9
Operativer Cashflow	217	104	-52
Investitionen in Sachanlagen	112	154	+38
<b>Bilanz</b>	<b>31.12.17</b>	<b>30.06.18</b>	
Bilanzsumme	9089	9028	-1
Flüssige Mittel	826	713	-14
Eigenkapitalquote in %	35,9	38,6	..
Nettoverschuldung	376	553	+47

<sup>1)</sup> Betriebsergebnis vor Abschreibungen und Wertminderungen

dank leichter Mehrproduktion, gutem Handelsergebnis und positiver Wechselkurseffekte aufzuholen. Die Gesamtleistung blieb beinahe stabil. Im Netzgeschäft fiel der Umsatz wegen vorgenommener Tarifenkungen leicht niedriger aus.

In der Stilllegung des Atomkraftwerks Mühleberg hat BKW einen wichtigen Meilenstein erreicht: Im Juni erliessen die zuständigen Behörden die Stilllegungsverfügung. Damit kann die Anlage wie geplant am 20. Dezember 2019 vom Netz genommen werden.

## Konservative Prognose

Was das Gesamtjahr 2018 betrifft, bestätigt BKW den bereits früher gemachten Ausblick. Erwartet wird ein Betriebsergebnis in der Bandbreite von 340 bis 360 Mio. Fr. «Angesichts eines Niveaus von 379 Mio. Fr. in 2017 und der Entwicklung von BKW in den vergangenen Jahren halten wir diese Prognose für konservativ und rechnen mit möglichen positiven Überraschungen», schreibt Vontobel-Analyst Dominik Meyer dazu in einem Kurzkommunikat zum Halbjahresergebnis.

Die Aktien BKW reagierten am Dienstag bis zum Mittag mit einem Abschlag von 1,7% auf die Halbjahreszahlen. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2019 von 18 sind die Titel noch nicht zu hoch bewertet. Weiteres Potenzial ist vorhanden – vor allem wenn sich dank der Erholung der Strompreise die erwarteten Ergebnisverbesserungen einstellen. Die Valoren rentieren zurzeit mit 2,6%.

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



## Fast alle Unternehmen geben sich messbare Ziele

**SCHWEIZ** Banken wollen aber weiterhin nichts davon wissen.

Die Vorstellung von Zielen als Messlatte für den Unternehmenserfolg gehört zum Ritual jedes Quartalsberichts. Ob es sich um einen «Ausblick», eine «Guidance» oder «Forward Looking Statements (zukunftsgerichtete Aussagen)» handelt – mittlerweile geben 92% der kotierten Grossunternehmen in der Schweiz eine quantitative finanzielle Zielsetzung ab. Vor zwei Jahren waren es lediglich 64%. Zu diesem Schluss kommt eine jährlich durchgeführte Umfrage der PR-Agentur IRF unter den fünfzig grössten kotierten Schweizer Unternehmen, die im sogenannten SMI Expanded zusammengefasst sind.

Gemäss Martin Meier-Pfister, Spezialist für Finanzkommunikation und Autor der Studie, geben immer mehr Unternehmen immer präzisere Angaben über zukünftige Entwicklungen ab. Dies sei einerseits der guten Verfassung der Unternehmen selbst und andererseits einer positiven Einschätzung der generellen Marktentwicklung geschuldet. Von Anlegerseite würden diese Zielgrössen «geschätzt und eingefordert», sagt Meier-Pfister. Sollte es hingegen weiter Turbulenzen an den Märkten geben, könnten Unternehmen vorsichtiger werden oder ganz auf Zielsetzungen verzichten.

Ein zusätzlicher Grund, weshalb immer mehr Unternehmen sich quantitative Ziele geben, ist eine bessere Sichtbarkeit des zu erwartenden Geschäftsgangs. War im Vorjahr eine Tendenz zu langfristigen

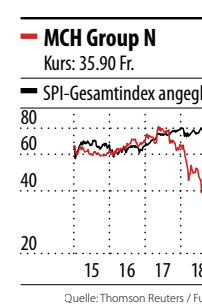
Prognosen festzustellen, so setzt in diesem die Mehrheit der Gesellschaften (85%) auch kurzfristige Ziele über zwölf Monate. Langfristige Ziele werden ebenfalls populärer. Mittlerweile geben sich 45% der Grossunternehmen Langfristziele, die gemeinhin über einen Zeithorizont von mehr als drei Jahre gelten sollen. Am häufigsten geben die Gesellschaften Ziele zu Umsatz (64%), Betriebsergebnisgrössen wie Ebit, Ebita oder Ebitda (55%) sowie Gewinn pro Aktie (53%) an.

In der Handhabung der Zielsetzungen gibt es allerdings beträchtliche Unterschiede zwischen den Branchen. Ist es für viele Industrieunternehmen seit Jahren Usus, präzise quantitative Ziele zu publizieren, sind Banken und Vermögensverwalter wie CS, Julius Bär oder UBS sehr zögerlich, mehr als einen qualitativen Ausblick oder langfristige Referenzgrössen zu geben. Auch die Luxusgüterhersteller im SMI – Swatch Group und Richemont – oder der Elektrotechnik- und Automationskonzern ABB geben keine messbaren kurzfristigen Ziele, Letzterer gar nur einen vagen Marktausblick.

Der vermehrte Einsatz von quantitativen Zielgrössen ist grundsätzlich zu begrüssen. Zumal belegt ist, dass Unternehmensmanager genauere finanzielle Prognosen stellen als externe Marktbeobachter. Inwiefern die Zielsetzungen auch zu einer umsichtigeren, auf längerfristigen Erfolg ausgerichteten Unternehmensführung beitragen, ist dagegen offen. **EM**

## Zahlreiche offene Baustellen bei der MCH Group

**SCHWEIZ** Die Messebetreiberin steht 2018 erneut vor einem Verlustjahr.



Von MCH Group gibt es derzeit wenig Positives herauszustreichen. In den Halbjahreszahlen publizierte die Messebetreiberin am Dienstag zwar einen Betriebsertrag, der im Vergleich zum Vorjahr 17% auf 356,6 Mio. Fr. gestiegen ist. Allerdings litt die Profitabilität deutlich, da wegen höherer Kosten der Gewinn 17% auf 21,9 Mio. Fr. sank. Die Aktien gaben erneut deutlich nach und fielen auf Jahrestief. Seit Januar büssten die Titel fast die Hälfte ihres Werts ein.

Deutlich schwerwiegender als das durchwachsene erste Semester war die Warnung für das Gesamtjahr. MCH Group stellt eine weitere substanzielle Wertberichtigung auf die vor fünf Jahren neu gebaute Messehalle in Aussicht. Der Grund liegt an der geringeren Bedeutung der Flaggschiff-Veranstaltung Baselworld. Die Uhren- und Schmuckmesse wird nächstes Jahr wegen des Rückzugs der Swatch Group weiter an Bedeutung verlieren. Der Jahresverlust 2018 kann deshalb im «dreistelligen Millionenbereich» liegen, wie MCH Group mitteilt. Bereits im Vorjahr schrieb die Messebetreiberin nach einem grösseren Abschreiber auf das Messegebäude einen Verlust von 110 Mio. Fr.

Zumindest hat MCH Group nach dem vorzeitigen Abgang von CEO René Kamm vor Monatsfrist einen interimistischen Konzernleiter gefunden. Der 60-jährige Däne Hans-Kristian Hoejsgaard, bis 2017 Chef der Basler Tabakwarengruppe Oettinger Davidoff, füllt das Vakuum an der Spitze, bis ein definitiver Nachfolger gefunden wird.

Dieser wird ein Unternehmen mit zahlreichen offenen Baustellen vorfinden. Er wird nicht nur die technologische Transformation des Messengeschäfts vorantreiben müssen, sondern auch Lösungen finden müssen, wie Messen wie die Baselworld zeitgemäss aufgesetzt werden können.

Zudem hat die MCH Group deutlichen Verbesserungsbedarf bei der Corporate Governance. Nicht weniger als sechs der elf Verwaltungsräte sind Vertreter der Hauptaktionäre, die sich aus den Kantonen Basel-Stadt, Baselland und Zürich sowie der Stadt Zürich zusammensetzt. Sie sind mitverantwortlich, dass das Unternehmen in die delicate Lage gesteuert wurde, in der es sich heute befindet.

Solang nicht bekannt ist, wer mittelfristig die Strategie des Unternehmens bestimmt und umsetzt, sollten sich Anleger von den Titeln fernhalten. **MEI**

Alle Finanzdaten zu MCH Group im Online-Aktienführer: [www.fuw.ch/MCH](http://www.fuw.ch/MCH)

