

Zusammenfassung des Kepler Cheuvreux Swiss Seminar 2020

Georg Fischer – Mads Joergensen (CFO)

Tätigkeitsbeschreibung:

Georg Fischer verfügt über die drei Bereiche Piping Systems, Casting Solutions und Machining Solutions. Piping Systems bietet Rohrleitungssysteme auf Kunststoffbasis für die Aufbereitung und Verteilung von Wasser, Flüssigkeiten und Gasen. Die Kundenschaft kommt aus den unterschiedlichsten Bereichen wie Mikroelektronik, Chemie, Energie oder Wasser & Gas. Der Bereich Casting Solutions bietet unter anderem Lösungen für die Automobilbranche (leichtere Elemente wie Türrahmen oder Batterieabdeckungen), die Luftfahrt oder den Energiesektor. Der Bereich Machining Solutions bedient Kunden von der Automobil- über die Luftfahrtindustrie, Medizintechnik bis zur IT-Branche mit Automatisierungstechniken, Laserstrukturierung oder Lösungen im Bereich Fräsen und EDM.

Finanzielle Situation der Gesellschaft:

Das Unternehmen hat sich in den vergangenen Jahren stark gewandelt und ist heute weniger kapitalintensiv und weniger konjunkturabhängig. Dank einer guten operativen Leistung im vergangenen Jahr und kleineren Devestitionen verfügte das Unternehmen Ende 2019 über einen Cashbestand von mehr als CHF 500 Mio. und ein Eigenkapitalratio von 49%. Das Unternehmen ist deutlich solider finanziert als während der Finanzkrise.

Kennzahlen per 31.12.2019:

Umsatz	CHF 3.72 Mrd.	Liquide Mittel	CHF 521 Mio.
Op. Gewinn	CHF 249 Mio.	Netto Schulden	CHF 232 Mio.
Reingewinn	CHF 173 Mio.	Goodwill	CHF 0
Free Cashflow	CHF 144 Mio.	Eigenkapital	CHF 1.906 Mrd.

Einfluss des Coronavirus:

Georg Fischer kann die Situation noch nicht abschätzen, da sich diese regional deutlich unterschiedlich entwickelt. In China wurden die Fabriken in den vergangenen Tagen wieder hochgefahren und die Kundennachfrage hat deutlich angezogen. Auch wenn noch nicht alle Anlagen mit normaler Produktion arbeiten, hat sich die Situation deutlich entspannt und dürfte sich weiter entspannen. Eine starke Nachfrage ist besonders im Bereich der Halbleiter (Division Piping Systems) zu erkennen. In Indonesien, wo die Regierung keine Massnahmen beschlossen hat, laufen die Aktivitäten normal. In Malaysia musste die Produktion für die kommenden 4 Wochen geschlossen werden. Das erste Quartal in Europa war für Georg Fischer nicht schlecht. Auch hier sieht das Unternehmen eine starke Nachfrage aus den Bereichen der Halbleiter und besonders auch aus dem medizinischen Bereich.

In der Schweiz ist die Fabrik im Tessin geschlossen, andere Fabriken laufen weiter, jedoch mit deutlich geringerer Auslastung. In Europa produzieren die meisten Fabriken der Autokonzerne nicht mehr. Auch in den USA stellt sich die Situation herausfordernd dar. Hier beginnen die Fabriken (insbesondere in der Automobilbranche) ebenfalls zu schliessen. Dies ist allerdings von Staat zu Staat unterschiedlich.

Georg Fischer versucht von den diversen staatlichen Programmen (wie Kurzarbeit, Möglichkeit zum Aufschub von Steuerzahlungen, etc.) zu profitieren und die Kosten damit teilweise zu senken sowie die liquiden Mittel sicherzustellen. Zudem werden Zeitarbeiter nicht mehr benötigt. Bei Fabriken, welche gemietet werden, wird momentan über mögliche Mietreduktionen verhandelt. Von Kundenseite sind Georg Fischer noch keine Ausfälle bekannt. Man führt Gespräche und hat festgesellt, dass bis jetzt noch keine Zahlungssperren etabliert wurden. Das Management ist sich bewusst, dass in solchen Situationen Cash das Wichtigste ist. Aufgrund der guten finanziellen Situation sieht das Unternehmen momentan keinen Grund die geplante Dividende von CHF 25 nicht auszuzahlen. Zudem könnte sich das Unternehmen auch vorstellen kleinere Übernahmen bis ca. CHF 100 Mio. zu tätigen.

Herr Joergensen verweist auf das kommunistische System Chinas und zeigt sich von dem Verhalten der Chinesen beeindruckt. Die Wiederaufnahme der Arbeiten verlief problemlos. Besonders für Europa rechnet er zum Erreichen der Normalität mit deutlich mehr Zeit und Unstimmigkeiten, da der politische Konsens nicht vorhanden ist.

Unsere Meinung

Auch Georg Fischer kann sich der aktuellen Situation nicht entziehen und wird die Gewinnziele für das laufende Jahr kaum erreichen. Das Unternehmen wird die Situation allerdings meistern und unter Umständen sogar davon profitieren. Die Produkte von Georg Fischer sind für die Endkunden wichtig. Diese können die Beschaffung zwar aufschieben, aber nicht gänzlich darauf verzichten. Gerade die kleineren Konkurrenten verfügen nicht über die finanziellen Mittel und Möglichkeiten, weshalb sie sich entweder zum Verkauf anbieten oder sich aus einzelnen Bereichen zurückziehen könnten. Wir verfolgen die Gesellschaft seit längerem und versuchen Kursschwankungen auszunutzen.

VAT – Mike Allison (CEO)

Tätigkeitsbeschreibung:

VAT ist der führende Entwickler, Hersteller und Anbieter von Hochleistungs-Vakuumventilen. Die Produkte werden vor allem in der Halbleiter-, Display- und Solarpanelherstellung sowie in diversen Industrie- und Forschungsanwendungen eingesetzt. Nebst der Schweiz verfügt VAT über eine Produktion in Malaysia, Rumänien und Taiwan. Das Unternehmen verfügt in einzelnen Bereichen über eine eindruckliche Marktmacht und ist teilweise bis 10mal grösser als der nächste Konkurrent.

Finanzielle Situation:

Das Unternehmen ist solide finanziert und verfügt über einen starken Mittelfluss und hohe Margen. VAT geht als Weltmarktführer und mit einer guten finanziellen Basis in die Krise.

Kennzahlen per 31.12.2019:

Umsatz	CHF 570.4 Mio.	Liquide Mittel	CHF 109.8 Mio.
Op. Gewinn	CHF 107.8 Mio.	Netto Schulden	CHF 144.3 Mio.
Reingewinn	CHF 74.9 Mio.	Goodwill	CHF 183.7 Mio.
Free Cashflow	CHF 146.7 Mio.	Eigenkapital	CHF 523.4 Mio.

Einfluss des Coronavirus:

Die Fabrik in Malaysia steht seit zwei Wochen still und hätte kommenden Dienstag wieder geöffnet werden sollen. Die Vorgaben der Regierung wurden allerdings um weitere zwei Wochen verlängert. Das Unternehmen versucht aufgrund der guten Kontakte zur Regierung eine Bewilligung für eine Produktion auf ca. 50% der Auslastung zu erhalten. Die Produktion kann zudem teilweise nach Taiwan verschoben werden. In der Schweiz läuft die Herstellung auf voller Kapazität und die Lieferketten sind bisher sehr stabil. Auch Rumänien läuft wie gewohnt weiter. In den USA können zudem einige Kunden aus Sicherheitsgründen die Produktion aufrechterhalten oder wieder aufnehmen.

Die Budgets lagen zu Beginn des Jahres sehr hoch, da die nächste Generation von Geräten und Servern ansteht. An dieser Situation hat sich bis jetzt nichts geändert. Im Bereich der High-End-Server geht die Nachfrage gemäss CEO durch die Decke. Auch der PC-Markt zeigt sich robust. Die erwarteten Ausfälle im Bereich der Smartphones sollten entsprechend mehr als kompensiert werden. Der CEO ist sich ziemlich sicher, dass Ausfälle im ersten Halbjahr im zweiten kompensiert werden können. Für VAT ist es viel wichtiger, dass die Kunden die neuen Technologien (höherer Marktanteil) akzeptieren. In diesem Bereich ist kein verändertes Verhalten zu erkennen. Das Unternehmen würde auch im schlimmsten ausgedachten Szenario Cashflow-positiv bleiben, wie das die vergangenen 15 Jahre der Fall war. Der Auszahlung der Dividende steht – stand heute – nichts im Weg.

Einfluss hat die Situation eher auf das Dienstleistungsgeschäft des Unternehmens. Da die Kunden momentan keine externen Leute in ihren Fabriken haben möchten, können die Wartungen nicht durchgeführt werden. Diese Arbeiten mussten grösstenteils eingestellt werden. Auch hier zeigt sich der CEO überzeugt, dass nach der Krise ein deutlicher Nachholbedarf spürbar sein wird.

Gemäss VAT zahlt es ich jetzt aus, dass global produziert wird und auch die Lieferketten entsprechend aufgebaut wurden. Damit können Aufträge innerhalb der einzelnen Produktionsstätten verschoben werden. Das Unternehmen beobachtet zudem, dass sich die Lieferketten vermehrt aus China verabschieden und sich in Nachbarländern wie Vietnam oder Malaysia ansiedeln. Ein Hauptgrund scheint dabei die Spionageaktivität der Chinesen zu sein. Das Unternehmen will weiterhin organisch wachsen und plant keine grösseren Übernahmen zu tätigen.

Unsere Meinung

Die grösste Herausforderung für VAT besteht darin, die Fabriken am Laufen zu halten. Die Endmärkte sind gut und die Kunden müssen in die neuen Technologien investieren, um den Anschluss nicht zu verlieren. Zudem verfügt das Unternehmen über eine derart gute Markstellung, dass Kunden kaum um VAT herumkommen. Die Vakuumventile von VAT werden benötigt, um die eigenen Produkte in der entsprechenden Qualität herstellen zu können. Aufträge sind entsprechend aufgeschoben und nicht aufgehoben. Das Unternehmen sollte die Krise problemlos meistern.

Dufry – Yves Gerster (CFO)

Tätigkeitsbeschreibung:

Dufry ist der weltgrösste Reisedetailhändler (der Marktanteil beträgt rund 24%). Das Unternehmen ist in den vergangenen Jahren aufgrund von Übernahmen stark gewachsen und betreibt rund 2'300 Duty-free Geschäfte in Flughäfen, Seehäfen, Bahnhöfen und anderen zentralen Orten.

Finanzielle Situation:

Die zahlreichen und teuren Übernahmen (unter anderem 2014 Nuance für CHF 1.55 Mrd., 2015 World Duty Free für EUR 3.6 Mrd.) haben die Bilanz des Unternehmens stark strapaziert. Auch wenn in der Zwischenzeit durch die operativen Ergebnisse und den Börsengang der nordamerikanischen Tochter Hudson die Situation verbessert wurde, geht das Unternehmen mit einem dünnen Polster in eine Krise, welche es voll erwischt.

Kennzahlen per 31.12.2019:

Umsatz	CHF 8.85 Mrd.	Liquide Mittel	CHF 553.5 Mio.
Op. Gewinn	CHF 490.1 Mio.	Netto Schulden	CHF 7.51 Mrd.
Reingewinn	CHF 20.5 Mio.	Goodwill	CHF 2.61 Mrd.
Free Cashflow	CHF 1.74 Mrd.	Eigenkapital	CHF 3.11 Mrd.

Einfluss des Coronavirus:

Der Einfluss von Corona auf das Geschäft von Dufry ist verheerend. Besonders die fast weltweite Streichung von zahlreichen Flugverbindungen trifft das Unternehmen hart. Der Finanzchef rechnet für den März mit einem Umsatzrückgang zwischen 40%-46%. Da die Schliessungen verzögert stattfanden, könnten die Werte für April und Mai noch schlechter ausfallen (-80% bis -85%). Das Unternehmen hofft auf bessere Werte im Juni und Juli, geht aber auch in diesen Zeitperioden von deutlichen Rückgängen gegenüber dem Vorjahr aus. Erschwerend kommt hinzu, dass das zweite und dritte Quartal in der Regel die umsatzstärksten Geschäftsquartale sind. Momentan sind nur die Geschäfte in Brasilien, der Karibik und vereinzelt in den USA geöffnet. Es versteht sich von selbst, dass auch diese deutliche Rückgänge verzeichnen.

Dufry verfügte per Jahresende über ungezogene Kreditlimiten von Banken im Umfang von CHF 700 Mio. Diese wurden bis heute im Umfang von ca. CHF 160 Mio. in Anspruch genommen. Bis zum heutigen Datum haben die Banken diese Limiten nicht gekürzt. Der Bargeldbestand liegt bei ca. CHF 450 Mio. Der CFO betont, dass das Unternehmen entsprechend über keinen Liquiditätsengpass verfügt. Es ist für das Unternehmen im Augenblick allerdings nicht abzuschätzen, wie stark sich die Krise auswirkt. Ein Abschätzen des Verlaufes wäre reine Spekulation.

Dem Unternehmen kommt entgegen, dass durch die Schliessung der Flughafengeschäfte auch die Fixkosten fallen. Die Verträge mit den Vermietern scheinen dabei sehr unterschiedlich zu sein. In der Regel zahlt Dufry eine kleine fixe Miete und einen höheren Anteil am Umsatz an den Vermieter. Fällt dieser Umsatz entsprechend weg, verbleibt der kleine fixe Anteil. Verhandlungen mit den einzelnen Flughäfen und Landbesitzern sind im Gange und einige haben ein Entgegenkommen signalisiert. Unterzeichnet ist hingegen noch nichts. Im Verlaufe des Jahres wird in der Regel nur der variable Teil der Zahlung fällig. Zudem versucht das Unternehmen von den staatlichen Hilfeleistungen zu profitieren, insbesondere wird in der Schweiz, Spanien und Italien Kurzarbeit eingeführt. Des Weiteren hat der CEO ausgeführt, dass das Personal in den Läden teilweise nicht von Dufry angestellt ist, sondern von den Unternehmen der zum Verkauf stehenden Marken. Zudem verfügt Dufry über zahlreiche temporär Arbeitende. Es wird derzeit mit sämtlichen Mitarbeitern über mögliche Lohnsenkungen oder die zeitliche Verzögerung von Lohnzahlungen gesprochen.

Angesprochen auf die Lagerbestände teilt das Unternehmen mit, dass auch hier mit Hochdruck nach Lösungen gesucht wird. Einige Lieferanten scheinen bereit zu sein, zumindest einen Teil der Waren zurückzunehmen. Zudem wird versucht mit gezielten Aktionen Ware loszuwerden. Das Unternehmen hat diverse Projektgruppen gebildet, welche sich um die einzelnen Probleme kümmern.

Unsere Meinung

Für Dufry zeichnet sich der perfekte Sturm ab. Das Geschäft kommt zum völligen Stillstand und die Dauer dieses Zustandes wird bestimmen, wie das Unternehmen aus dieser Krise kommt. Aufgrund der Grösse hat Dufry gegenüber einigen Vermietern sicherlich Gewicht und dürfte das eine oder andere Zugeständnis erhalten. Sollte die Situation allerdings länger andauern, dürfte die Luft eng werden. Investoren müssen damit rechnen, dass die Dividende ausfällt und unter Umständen eine Kapitalerhöhung ansteht. Auch wenn der Aktienkurs bereits stark korrigiert hat, gibt es besonders im aktuellen Umfeld interessantere Anlagen als Dufry.

Sika – Adrian Widmer (CEO)

Tätigkeitsbeschreibung:

Sika ist ein Spezialchemieunternehmen mit einer führenden Position in der Entwicklung und Produktion von Systemen und Produkten zum Kleben, Dichten, Dämpfen, Verstärken und Schützen in der Bau- und Automobilindustrie.

Finanzielle Situation:

Sika blickt auf einige erfolgreiche Jahre mit starkem Wachstum und attraktiven Gewinnen zurück. Das Unternehmen tätigte im vergangenen Jahr mit der Übernahme der französischen Parex für CHF 2.5 Mrd. die grösste Übernahme der Geschichte. Trotz dieser Grossakquisition verfügt das Unternehmen über eine gesunde Bilanz. Per Ende 2019 verfügte Sika über eine Bargeldposition von CHF 995.1 Mio. und Kreditlimiten in der Höhe von CHF 750 Mio.

Kennzahlen per 31.12.2019:

Umsatz	CHF 8.11 Mrd.	Liquide Mittel	CHF 995.1 Mio.
Op. Gewinn	CHF 1.00 Mrd.	Netto Schulden	CHF 3.41 Mrd.
Reingewinn	CHF 707.2 Mio.	Goodwill	CHF 3.14 Mrd.
Free Cashflow	CHF 1.03 Mrd.	Eigenkapital	CHF 3.16 Mrd.

Einfluss des Coronavirus:

Auch wenn das Unternehmen im ersten Quartal noch nicht viel von der Krise merkte, wird für das zweite und dritte Quartal ein Rückgang der Aktivitäten erwartet. Aus China kommen klar positive Tendenzen. Die Nachfrage nimmt wieder rapide zu und die gesamte Produktion ist wieder angelaufen. Sika ist sehr dezentral aufgestellt und verfügt über lokal starke Teams, welche den Markt gezielt bewirtschaften. Bis anhin hatte das Unternehmen auch während der Lock-down-Phase in China keine Probleme mit den Lieferketten. Auch wenn in einigen Ländern die Bauaktivitäten noch im vollen Gang sind, gibt es Staaten, welche sämtliche nicht notwendigen Geschäfte untersagen. Es dürfte eine Frage der Zeit sein, bis dies Sika zu spüren bekommt. Für eine Prognose ist es allerdings zu früh, da die Visibilität sehr gering ist. Sehr niedrige Aktivitäten weist momentan der Bereich «Automotive» auf, wo die meisten Fabriken – vorerst bis zu 6 Wochen – geschlossen sind.

Da rund 15% der Rohmaterialien von Sika vom Ölpreis abhängen, kommt dies dem Unternehmen aktuell entgegen. Inwiefern in diesem Umfeld die tieferen Rohmaterialpreise verzögert an die Kunden weitergegeben werden können, wird sich allerdings noch zeigen. Sika stellt diesbezüglich klar, dass eine funktionierende Lieferkette den weitaus grösseren Einfluss auf das Ergebnis hat.

Auf operativer Basis und unter Berücksichtigung des Cashflows werden im Augenblick nicht kritische Kapitalausgaben reduziert oder aufgeschoben. Die Kostenstruktur wird laufend angepasst und das Umlaufvermögen stärker beobachtet. Alles in allem fühlt sich Sika jedoch komfortabel finanziert und wird die Dividende auf aktuellem Niveau halten.

Unsere Meinung

Sika wird diese Krise ohne Probleme meistern und gestärkt daraus hervorgehen. Die Gesellschaft ist finanziell gesund, verfügt über gute Produkte, eine hohe Innovationskraft und ein gutes Management. Es sind solche Unternehmen, welche bei Investoren nach starken Rückschlägen auf den Radar kommen sollten.

Verfasser: Sven Mathis, Key Advisors AG

Erstellungsdatum: 02. April 2020

KEY ADVISORS AG, Aeschengraben 9, CH-4051 Basel, Tel: 061 226 20 35, www.keyadvisors.ch

Der vorliegende Bericht wurde von der KEY ADVISORS AG erstellt und dient der Information an Kunden sowie andere interessierte Kreise. Sämtliche im Bericht enthaltenen Informationen basieren auf den von Firmen und Banken zur Verfügung gestellten Unterlagen oder Informationen. Sie wurden mit grösstmöglicher Genauigkeit recherchiert und aufbereitet. Trotzdem können Fehler, Falschangaben, oder Missverständlichkeiten nicht ausgeschlossen werden. Unsere Einschätzungen und Beurteilungen wurden so umsichtig wie möglich erstellt; sie bieten aber keine Gewähr für eine identische zukünftige Entwicklung. Die KEY ADVISORS AG übernimmt daher keine Garantie und keine Haftung für die Richtigkeit der in dieser Publikation vermittelten Informationen.