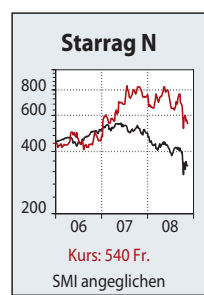


## Energiesektor treibt Starrag

Rasches Wachstum – Unterbewertete Small Caps



Der Fräsmaschinenhersteller Starrag Heckert hält sich bravurös. Das Unternehmen hat in den ersten neun Monaten den Auftragseingang währungs- und akquisitionsbereinigt 25% gesteigert. Das Wachstum im dritten

Quartal stammt besonders von grösseren Aufträgen im Bereich der Energieerzeugung aus Europa und Nordamerika. Das Betriebsergebnis hat sich nahezu verdoppelt (vgl. Tabelle), und die Marge ist mit 12,4% für einen Maschinenbauer sehr respektabel. Zur Leistungssteigerung haben der Anstieg der Volumen sowie die betrieblichen Effizienzprogramme beigetragen.

Die Verlängerung der Bilanzsumme ist weitgehend die Folge des grösseren Auftragsvolumens bzw. des daher gestiegenen Nettoumlaufvermögens; entsprechend hat auch die Nettoverschuldung zugenommen. Zur Finanzierung des weiteren Wachstums hat die Gesellschaft die Kreditlimiten bei den bestehenden Hausbanken im zweiten Halbjahr mit unveränderten Vertragskonditionen erhöht. Mit ei-

ner Eigenkapitalquote von 47% ist Starrag Heckert robust finanziert. Ob und wie sich die Kreditkrise auf das Geschäft auswirken wird, werde sich erst in den nächsten Monaten zeigen. Der hohe Auftragsbestand würde eine Verlangsamung abfedern.

Wir halten an unseren Gewinnsschätzungen fest, denen zufolge Starrag zum Kurs-Gewinn-Verhältnis 5 (unter-)bewertet sind. Die Dividende dürfte gehalten oder sogar erhöht werden, sodass Starrag zu aktuellen Kursen jedenfalls klar über 3% rentieren. Ein Nachteil ist die Marktenge in den Small Caps. **MR**

KENNZAHLEN	in Mio. Fr., 9 Mte.		Veränd. in %
	2007	2008	
Auftragseingang	238,5	293,2	+22,9
Auftragsbestand	149,7	227,5	+52,0
<b>Umsatz</b>	<b>170,7</b>	<b>227,2</b>	<b>+33,1</b>
Betriebsergebnis (Ebit)	14,3	28,1	+96,5
- in % des Umsatzes	8,4	12,4	
Gewinn	10,4	18,7	+79,8
- in % des Umsatzes	6,1	8,2	
Cashflow	-4,6	-7,4	
Investitionen	5,5	9,2	
<b>Bilanz</b>	<b>31.12.07</b>	<b>30.9.08</b>	
Bilanzsumme	191,0	228,5	
Eigenkapital	96,8	107,1	
- in % der Bilanzsumme	50,7	46,9	
Nettoschulden	1,2	23,7	

Alternative Anlagen wegen Illiquidität überschätzt – Index oft ins Positive verzerrt

## Nur Scheindiversifikation

Von Thomas Hauser

Ein gutes Diversifikationspotenzial sowie eine attraktive Rendite-Risiko-Relation seien die Vorteile von Private Equity, Hedge Funds, Waldparzellen (Timberland Investments) und Schiffsbeteiligungen, werben die Anbieter solcher alternativer Finanzanlagen. Die Börsenkrise offenbart nun, dass sie schlechte Diversifikatoren sind. Ein Portfolio aus häufig Schweizer Obligationen und Aktien hat über zwölf Monate bis Ende Oktober 16,9% verloren. Wäre die Aktienquote hingegen zur Hälfte mit marktgehandelten Private Equity umgesetzt und würden statt Obligationen Hedge Funds gehalten, wäre der Verlust mit 33,4% fast doppelt so gross gewesen.

Wegen der Rückzugsbeschränkungen illiquider Anlagegefässe wird das ganze Ausmass der jetzigen Krise in den alternativen Finanzanlagen erst nach Monaten voll in der Performance sichtbar werden. In den letzten Jahren haben jedoch sowohl private als auch institutionelle Investoren den nichttraditionellen Anlageklassen zunehmendes Gewicht eingeräumt. Per Januar werden sie mit der Revision der BVV 2-Vorschriften gar in den Katalog der für Pensionskassen zulässigen Anlagen aufgenommen. Die bis anhin notwendige Ausnahmebegründung entfällt. Das muss Anlass für eine kritische Betrachtung sein.

### Risikokennzahlen realitätsfern

Für liquide, börsengehandelte Anlagen ist jederzeit ein Marktpreis verfügbar, zu dem ge- oder verkauft werden kann. Die Konsequenz dieser Liquidität ist eine schnelle Informationsverarbeitung und somit schwankende Preise. Weil viele Anleger Kursschwankungen als emotional belastend empfinden, haben marketinggetriebene Finanzarchitekten die Illiquidität wiederentdeckt. Es ist paradox: Die Märkte sind effizienter als je zuvor, trotzdem wurden illiquide Anlagevehikel die Verkaufsschlager der letzten zehn Jahre.

Das Fehlen eines regelmässigen Handels und der Mangel objektiver Grundlagen für das Messen des Anlageerfolgs sind jedoch wesentliche Kritikpunkte. Viele Anbieter nutzen die Illiquidität, um den inneren Wert (NAV, Net Asset Value) scheinbar losgelöst von jeglichen Finanzmarktschwankungen von Jahr zu Jahr wachsen zu lassen. Mit solch realitätsfernen Werten werden dann Risikozahlen berechnet. Die Kursschwankungen seien geringer als in kotierten Aktien und die Diversifikationseigenschaften entsprechend besser, wird argumentiert.

Nicht selten fällt der stetig gestiegene innere Wert jedoch wie ein Stein, wenn der Preis den rauen Marktkräften ausgesetzt wird. Genau dies ist in diversen kotierten alternativen Anlagevehikeln zu beobach-

ten. Das Argument, der «richtige» innere Wert sei höher als die Börsenbewertung, ist in zweierlei Hinsicht nutzlos. Erstens ist aus Sicht des Anlegers nur der effektiv realisierbare Marktpreis relevant – genau wie bei kotierten Aktien und Obligationen. Und zweitens wird der Willkür Tür und Tor geöffnet. Selbst wenn Marktwerte über- oder unterschrieben können, sind sie dennoch die einzige objektive Bewertung.

### Wertstabilität ein Trugschluss

Die Konzentration des Finanzmarkttings auf den NAV täuscht eine Stabilität vor, die es nicht gibt. Der buchhalterische NAV der an der Schweizer Börse kotierten Private-Equity-Gefässe beispielsweise lag Ende Oktober zwischen 90 und 600% über dem Aktienkurs. Da wird den Investoren Sand in die Augen gestreut. Zudem können die auf den überhöhten NAV berechneten Verwaltungskosten auf den Marktwert bezogen exorbitant sein. Bei dieser Faktenlage muss sich jeder potenzielle Investor die Frage stellen, ob er den NAV als «Wert» alternativer Anlagen für bare Münze nehmen will. Nur diejenigen Anbieter, die derzeit massiv Anteile der eigenen Anlagevehikel vom Markt zurückkaufen, sehen für sich selbst den NAV tatsächlich als richtigen Wertmassstab an.

Das auf Illiquidität beruhende Problem der Scheindiversifikation besteht auch in Hedge Funds, die in nicht liquide Strategien investieren. In der «Finanz und Wirtschaft» vom 3. September meinte ein führender Exponent der Branche auf die Frage, weshalb das Geschäft mit Hedge Funds schlechter als bei der Konkurrenz laufe: «Wir haben zu lange an sehr liquiden und transparenten Strategien festgehalten.» Heisst dies, dass ein Teil des Erfolgs von Hedge Funds auf Intransparenz und Illiquidität zurückzuführen ist? Während die Illiquidität die wahre Anlageleistung glättet oder gar schön, verhindert Intransparenz das Vergleichen.

Ein Vergleichsmaßstab hat zwei zentrale Anforderungen zu erfüllen: Transparenz hinsichtlich der Berechnung und Repräsentativität für die betreffende Anlagekategorie. Benchmarks für alternative Anlagen zeichnen allzu oft ein zu rosiges Bild des Renditepotenzials und der eingegangenen Risiken. Der Verdacht besteht, dass Hedge Funds im Misserfolgsfall die Rendite nicht mehr freiwillig dem Indexanbieter zur Verfügung stellen. Wenn dieser dann den Fund nicht mehr in seinem Index berücksichtigt, entsteht ein verzerrter Leistungsausweis: die vor dem Ende eines Fonds negativ gewordenen Renditen werden ausgeblendet. Die Folge ist ein Survivorship Bias, denn die Indexentwicklung zeigt einzig Leistung der erfolgreichen, «überlebenden» Fonds.

Von den führenden Indexanbietern HFR, CS/Tremont, MSCI Barra, FTSE und S&P wollte ich wissen, wie stark ihre Renditeberechnungen verzerrt sein könnten. MSCI Barra, FTSE und S&P stellten keine Informationen zur Verfügung. Die Transparenz hinsichtlich der Indexberechnung ist somit trotz scheinbar detaillierten Methoden nicht wirklich gegeben.

Der Survivorship Bias ist – wie HFR bestätigt – ein Problem aller Indizes, die auf freiwilliger Performancemeldung der Hedge Funds beruhen. Die Wertanzeige solcher Massstäbe dürfte um 3 bis 5% p. a. zu gut dargestellt sein. Im CS/Tremont Investable und im HFRX Index besteht diese Verzerrung gemäss dem Anbieter nicht. Der Erste entfernt Fonds, die keine Performancezahlen melden, renditewirksam aus dem Index. Der Zweite fasst die Rendite tatsächlich investierter Mandate zusammen.

Dennoch ist Vorsicht angebracht. Der CS/Tremont Investable Hedge Fund Index kann zurzeit keinen regulären NAV berechnen, weil diverse Fonds für Rücknahmen geschlossen wurden oder keine Performancezahlen mehr liefern. Wie stark und wie rasch der NAV solcher Problemfonds im Index abgeschrieben wird, unterliegt letztlich diskretionärem Spielraum.

### Schlechter als Aktien und Oblis

Der HFRX Global Hedge Funds Index hat im laufenden Jahr bis Ende Oktober auf Frankenbasis 20,3% verloren und ist somit um 4,7 Prozentpunkte schlechter als ein traditionell gemischtes Portfolio gemäss Pictet-BVG-40-Index (Aktienanteil von 40%). Obschon kotierte Private-Equity-Anlagen gemessen am LPX Major Markets Index dieses Jahr 50% oder mehr eingebüsst haben, stehen nicht kotierte Beteiligungsfahrer wahrscheinlich noch immer nahe am Einstandspreis in den Büchern der Investoren.

Das revidierte Regelwerk für Vorsorgeinstitutionen verlangt mehr Eigenverantwortung nach dem Prinzip des sachkundigen Investors (Prudent Investor). Die Pensionskassenverantwortlichen müssen die Risiken genau kennen und verstehen. Deshalb muss sich letztlich jeder Anleger – sei er institutionell oder privat – die Frage stellen, ob nach Fiktion oder Fakt investiert werden soll. Die Schwankungsrisiken liquider Märkte mögen in turbulenter Zeit unangenehm sein. Wer sich aber nicht in naiver Weise einer Scheinsicherheit hingeben will und böse Überraschungen vermeiden möchte, investiert besser in solide, börsengehandelte, transparente und kostengünstige Direktanlagen: in Aktien und Obligationen.

Dr. Thomas Hauser ist Partner der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen in Baar.

Anzeige

## Keine

Pannen im Zahlungsverkehr:

Wir garantieren die

pünktliche Auszahlung Ihrer

# Löhne.

Auf die Nummer eins zu setzen, zahlt sich aus. Erfahren Sie mehr, auch über unsere Lösungen beim Geldbeiseitelegen, Anlegen und Finanzieren (0848 848 848, Normaltarif, rund um die Uhr) und vereinbaren Sie gleich einen Beratungstermin.

Besser begleitet.

**PostFinance**  
DIE POST

## Gavazzi erleidet Nachfragerückgang

Computing Solutions schafft Wende – Aktien kein Kauf

Die Elektronikgruppe Carlo Gavazzi hat im ersten Halbjahr einen Umsatz von 109,5 Mio. Fr. erzielt, was einem Rückgang von 1,6% gemessen an der Vorjahresperiode entspricht. Einmalige Beratungskosten von 1 Mio. Fr. belasten Ebit und Gewinn. Während die Geschäftsleitung im Juni noch zuversichtlich war, den Gewinn steigern zu können, wird nun ein Rückgang gegenüber dem Vorjahr erwartet.

Die Randsparte Computing Solutions verzeichnete ein erstaunlich hohes Umsatzwachstum von 27,7% und kehrte damit zurück in die Gewinnzone. Der Turn-

around vermochte den Rückgang des Gruppengewinns jedoch nicht zu stoppen. Der kleine Bereich (12% des Gesamtumsatzes) liesse sich aufgrund mangelnder strategischer Bedeutung aber besser veräussern (vgl. FuW Nr. 50 vom 25 Juni). Der Verkauf im Hauptgeschäft Automa-

tion Components nahm um 1,3% ab. Der Rückgang ist auf das schwierige Umfeld im Automationsmarkt und auf die gesunkene Nachfrage nach Komponenten in Südostasien zurückzuführen. Im zweiten Halbjahr wird sich der Auftragseingang weiter zurückbilden, da viele Kunden Investitionen auschieben. Gavazzi geht jedoch davon aus, dass ein Grossteil der negativen makroökonomischen Entwicklungen durch die solide Positionierung aufgefangen werden kann. So verfüge das Unternehmen über eine starke Netto-Cash-Position, eine nun gewinnabwerfende Nebensparte und sei im Bereich Automation vom Automobilsektor unabhängig.

Wir korrigieren unsere Gewinnsschätzung für das laufende Geschäftsjahr von 25.50 Fr. je Aktie auf 20 Fr. und begründen das mit dem schlechten konjunkturellen Umfeld, dem sich auch Gavazzi nicht entziehen kann. Eine Vorhersage für 2009 ist wegen der geringen Visibilität nur schwer möglich. Wir rechnen mit einem Gewinn von 21 Fr. je Aktie, vorausgesetzt die Wirtschaft findet bis 2010 aus ihrem Tief. Von einem Engagement in die Titel ist abzuraten, nicht zuletzt, da die Aktien sehr illiquide sind. Die Familie Gavazzi besitzt über 80% der Stimmrechte.

KENNZAHLEN	1. Sem. per 30.9.		
	1. Sem. 2006	1. Sem. 2007	1. Sem. 2008
Auftragseingang	113,7	111,3	108,9
<b>Umsatz</b>	<b>106,6</b>	<b>111,3</b>	<b>109,5</b>
- Veränderung in %	+8,3	+4,4	-1,6
Betriebsergebnis (Ebit)	7,8	10,3	9,6
- Veränderung in %	+66,0	+32,1	-6,8
- in % des Umsatzes	7,3	9,2	8,8
Gewinn	5,2	7,6	7,3
- Veränderung in %	+48,6	+46,2	-3,9
- in % des Umsatzes	4,9	6,8	6,7
Cashflow	7,5	10,2	9,5
<b>Bilanz</b>	<b>31.3.08</b>	<b>30.9.08</b>	
Bilanzsumme	171,1	170,4	
Eigenkapital	107,9	109,0	
- in % der Bilanzsumme	63	64	
Nettoliiquidität	21,1	22,5	

