

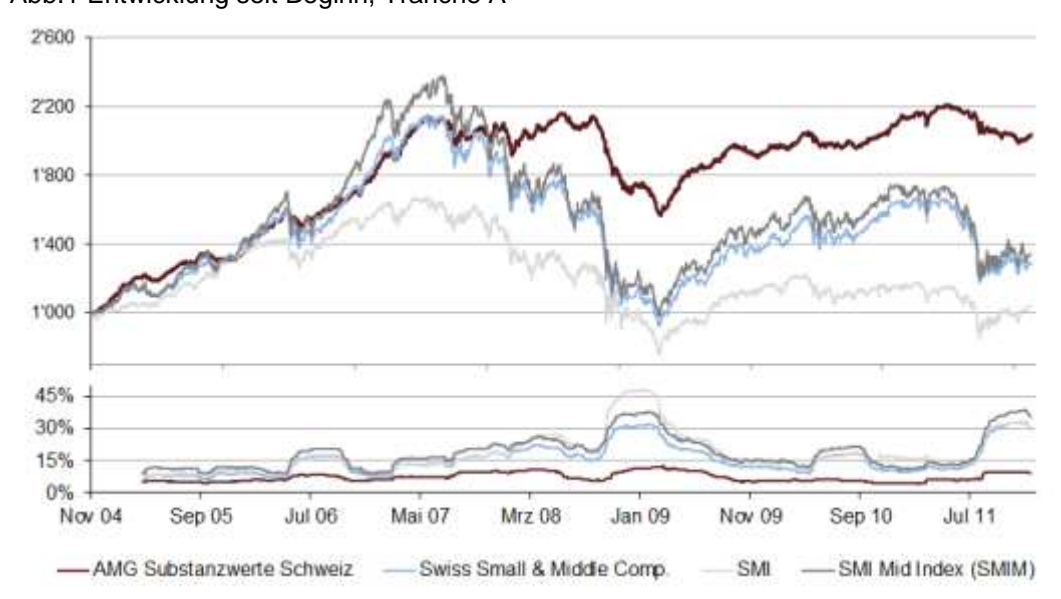
AMG Substanzwerte Schweiz

Jahresbericht 2011

Der Rückblick

Die Strategie des AMG Substanzwerte Schweiz Fonds, sich auf wahre Substanzwerte und nur erstklassige Aktien zu beschränken, hat sich im abgelaufenen Anlagejahr erneut ausbezahlt. Zusätzlich konnten die Absicherungsmöglichkeiten in diesem Jahr erfolgreich zur Reduktion der Wertschwankungen eingesetzt werden. Grössere Verlustphasen konnten mit dieser Tiefrisikostategie vermieden werden. Bei der Auswahl der Gesellschaften wurde schon seit einiger Zeit darauf geachtet, dass das jeweilige Geschäftsmodell möglichst wenig konjunkturanfällig ist und dass das direkte Auslandengagement nicht zu grosse Risiken birgt. Bei den grossen Positionen des Fonds ergab sich deshalb kein Grund, diese auszuwechseln. Die laufende Analyse bestätigt, dass der Fonds in die richtigen Gesellschaften investiert ist. Die heutige Bewertung ist bescheiden in Bezug auf das Kursgewinnverhältnis wie auch bezüglich des Buchwertes, so dass für die Zukunft eine vergleichsweise interessante Gewinnrendite von mehr als 10 Prozent in Aussicht steht, auch wenn die Gewinne im 2012 nicht steigen sollten.

Abb.1 Entwicklung seit Beginn, Tranche A



Der Jahresverlauf

Die AMG hatte schon Anfang Jahr vor zu hohen Erwartungen an 2011 gewarnt. Trotzdem hat das Anlagejahr ganz ansprechend begonnen. Die Gewinnaussicht überzeugten mehrheitlich positiv. Das grosse Erdbeben in Japan hat im März die erste Erschütterung in den schweizerischen Aktienindizes mit einem Einbruch von rund 10% ausgelöst, doch konnten sich die Kurse bis im Mai wieder gut erholen. Die mittleren und kleinen Titel vermochten sich dank der guten Abschlüsse überdurchschnittlich gut in Szene zu setzen. Allerdings zollten die stark exportorientierten Gesellschaften mit der weiteren Stärkung des Frankens Tribut an die neue Währungskonstellation und mussten in der Folge die Gewinnaussichten senken. Im Fonds waren davon insbesondere die kleinen Positionen Cham Paper und Comet betroffen. Auf Mitte Jahr akzentuierte sich die Schuldenkrise in Amerika und in Europa, gleichzeitig wurden die Konjunkturprognosen laufend reduziert. Das wahre Ausmass der Zustände in den europäischen Problemstaaten kam mehr und mehr zu Tage, was im Sommer eine Flucht in den Schweizer Franken auslöste und gleichzeitig weltweit zu starken Einbrüchen an den Aktienbörsen führte. Erst die Fixierung der Untergrenze im Franken-Euro-Kurs bei Fr. 1.20 führte an der Schweizer Börse zu etwas Beruhigung. Die Anleger blieben aber bis zum Jahresende verunsichert, so dass keine neuen Geldflüsse in Aktien mehr stattfanden. Der Fonds überstand den

Einbruch im Sommer mit einem verkräftbaren Rückschlag von rund 10% und schwankte anschliessend in einer engen Spanne zwischen minus 4% bis minus 8% bezogen auf den Vorjahresendstand.

Das Portefeuille

Vaudoise Assurance ist die grösste Position im Portefeuille. Die Firma entwickelt sich im gesättigten Schweizer Sachversicherungsgeschäft sehr gut und vergrössert ihre Präsenz im Deutschschweizer Markt durch den Ausbau des Agenturnetzes und dem Direktvertrieb übers Internet. Die Firma sichert die Risiken des Anlagegeschäfts konsequent ab und investiert zurückhaltend. Sie ist und bleibt die Favoritin. Die Aktie handelt weiterhin massiv unter dem Buchwert des Eigenkapitals.

Galenica entwickelt sich nach Plan. Das eigene Vertriebsnetz wird in ganz Europa sukzessive aufgebaut, was die Wertschöpfungskette verlängert und gute Gewinne sichert. Das Zulassungsgesuch des Produktes Injectafer (Ferinject in Europa) in den USA ist Ende Jahr neu eingereicht worden. Dies eröffnet ein grosses Potential und wird die Gewinne der Firma in den nächsten Jahren bedeutend vergrössern, was die Aktie weiter voranbringen wird.

Vetropack musste auch dieses Jahr kämpfen. Allerdings mehr mit externen Einflüssen wie dem Euro als mit der eigenen operativen Leistungsfähigkeit. Nachdem die Nationalbank für eine gewisse Stabilität an der Währungsfront sorgte, sind keine weiteren Abschreibungen zu erwarten. Die Firma ist auch im nächsten Jahr vollausgelastet und wird schöne Gewinne einfahren. Im 2. Halbjahr 2012 wird sie als erste Glasproduzentin in ihrem Werk in Österreich die von Emhart Glass neu entwickelte Glasformungsanlage installieren, worauf deutlich bruchsicherere Glasbehälter hergestellt werden können. Dank viel dünneren Glasdicken werden die Flaschen markant leichter sein als die bisherigen Gebinde. Das eröffnet langfristig grosses Potential und wird dafür sorgen, dass man die an die PET Industrie verlorenen Marktanteile wieder teilweise zurückerobert. Das sind gute Aussichten für die Aktie von Vetropack, welche nach wie vor deutlich zu günstig gehandelt wird.

Edipresse hat die angekündigte Veräusserung ihres Schweizer Verlagsgeschäftes an die Tamedia früher als geplant bereits 2011 abgeschlossen. Zusätzlich wurden noch einige Magazine in der Schweiz und in Osteuropa verkauft. Die Firma entwickelt sich immer mehr zu einer Immobilien-gesellschaft, welche nur noch wenig mit der ursprünglichen Edipresse zu tun hat. Diese Entwicklung ist positiv. Die Anlage der Verkaufserlöse in neue Immobilienprojekte vornehmlich in und um Lausanne entspricht den Vorstellungen einer soliden und wenig riskanten Anlagepolitik.

IVF Hartmann läuft stetig und präzise wie ein Schweizer Uhrwerk. Die Umsätze entwickeln sich trotz erhöhtem Kostendruck bei den Abnehmern (Spitäler, Ärzte, etc.) gut, was vor allem der Qualität und dem Zusatznutzen der IVF Produkte zuzuschreiben ist. Die Aktie IVF Hartmann sorgt für Stabilität im Portfolio und bietet eine hohe Sicherheit, dass die Gewinne auch in Zukunft gesteigert werden können.

BFW Liegenschaften hat in diesem Jahr die Neuausrichtung abgeschlossen. Dadurch hat sich das Risiko der Firma deutlich verringert. Zusätzlich profitierte man von günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten. Der NAV sollte bis Ende Jahr deutlich über Fr. 35 steigen. Eine steuerfreie Dividendenausschüttung von 4% auf dem Aktienkurs liegt in Reichweite. Der Diskont von 20% auf dem NAV ist nicht mehr nachvollziehbar. Die Aktie wird wie 2011 dem Fonds eine schöne Rendite bescheren.

Holdigaz erfüllt die Ansprüche der Anleger weiterhin vollständig. Das Unternehmen wird stetig weiterentwickelt und bietet mittlerweile die gesamte Palette von Energie- und Wasserinstallationsarbeiten im Haus- und Industriebau an. Wichtigstes Standbein bleibt aber die Gasversorgung im Waadtland und angrenzenden Regionen. Potential bieten sowohl die mögliche Belieferung des geplanten Gaskraftwerkes Chavalon im Unterwallis sowie die Exploration von Gas unter dem Genfersee. Die Bestätigung eines Gasvorkommens in genügender Menge hat Holdigaz diesen Herbst erhalten.

MCH Group (ehemals Messe Schweiz) hat ein erfreuliches Geschäftsjahr hinter sich. Aufgrund des Messezyklus sind die Erträge zwar gesunken, dafür ist der erste Schritt des Neubaus in Basel termin- und budgetgerecht beendet worden. Die zweite und letzte Phase wird dann ab Frühsommer 2012 bis Anfang 2013 erfolgen. Bereits heute sind die neuen Flächen praktisch vollständig gebucht. Die Standbauabteilung wird bereits im nächsten Jahr davon profitieren. Die Vorarbeiten für die neuen Messestände ab 2013 beginnen bereits jetzt. Die sehr tiefe Bewertung der Aktie reflektiert Risiken, welche die Firma gut im Griff hat, weshalb der tiefe Kurs nicht gerechtfertigt ist.

Die **Genfer Kantonalbank** arbeitet weiter an ihrer Kostenstruktur und macht erste Fortschritte. Das Bilanzwachstum ist nach wie vor gut und garantiert stabile Erträge im Zinsdifferenzgeschäft. Leider mussten dieses Jahr wegen des zeitweise massiv tieferen USD tiefere Erträge im Trade-Finance Geschäft hingenommen werden, was die Fortschritte auf der Kostenseite vollständig neutralisierte. Der Trend aber stimmt, was die Aktie früher oder später von den derzeitigen Ausverkaufspreisen wegbringen wird. Mit einem P/E 2012 von ca. 7x und einem P/B von 0.7x ist sie die günstigste Kantonalbankaktie der Schweiz.

Conzeta ist als Konglomerat immer unterschiedlichen Einflüssen ausgesetzt. Diesmal waren es der starke Schweizer Franken (Anlagenbau) sowie die flauere Konsumentenstimmung in der Schweiz (Mammut), welche der Firma die Suppe versalzen. Trotzdem bietet die Aktie viel Potential. Neben den starken Marken (Bystronic und Mammut) überzeugt die Firma insbesondere mit ihrer ausserordentlich starken Bilanz und dem immensen Immobilienbesitz. Die Börse trägt diesem Umstand nur ungenügend Rechnung. Der Immobilienbesitz sowie die flüssigen Mittel verkörpern mit einem Wert von Fr. 900 Mio. immerhin 20% mehr als die aktuelle Börsenbewertung. Dazu kommen die industriellen Betriebe, die zusammen ca. Fr. 1 Mia. Umsatz pro Jahr generieren.

REpower hat sich auch 2011 wacker geschlagen. Dank einer umsichtigen Fremdwährungsabsicherung und des sich sehr gut entwickelnden Gasdistributionsgeschäfts in Italien ist REpower als einziger Schweizer Energieproduzent in der Lage, die guten Resultate des Vorjahres wieder zu erreichen. Die Aussichten für die Versorger werden sich nach einigen harten Jahren wieder verbessern.

Romande Energie hat auch im Jahr 2011 aus Sicht des Aktionärs enttäuscht. Der Verwaltungsrat verfolgt eine ultralangfristige Strategie, welche die Firma weniger abhängig von Strompreisschwankungen machen soll. Es dürften sich nicht alle Investitionen finanziell so entwickeln, dass sie sich auch für den Aktionär lohnen. Operativ ist dieses Jahr dank tieferer Strombeschaffungskosten besser gelaufen als die Vorjahre. Weniger gut entwickelt hat sich die indirekte Beteiligung an Alpiq. Grosses Potential steckt dafür im Gaskraftwerkprojekt Chavalon der EOS, wo die Romande Energie mit total 36% (direkt 5%, indirekt 31%) beteiligt ist.

Die **Jungfraubahn Holding AG** trotzt den ungünstigen Währungsentwicklungen einmal mehr. Ihr einzigartiges Marketing vor Ort bei den sehr wichtigen Kundengruppen aus Fernost zeigt Wirkung. Rechtzeitig zum 100-jährigen Firmenjubiläum 2012 wird die Firma ein Rekordergebnis abliefern. Obwohl einiges an Jubiläumsausgaben geplant ist, wird die Wirkung positiv sein. Nochmehr Personen weltweit werden das einmalige Erlebnis einer Fahrt auf das Jungfrauoch erleben oder davon erfahren. Das wird die bereits sehr guten Erträge der Bahn nachhaltig sichern und wohl auch verbessern. Die Bewertung der Aktie ist trotz des guten Abschneidens im Jahr 2011 sicherlich nicht ausgereizt.

Cosmo kann einige Erfolge vorweisen. Neben kleineren Entwicklungsschritten bei den Produkten Rifamycin, einem Aknepräparat, und der Methylen-Blau Tablette ist nun das Zulassungsgesuch für das zweite marktreife Produkt (Budesonide, resp. Uceris) in den USA eingereicht worden. Dank des bereits vermarkteten Produkts Lialda und der eigenen Tablettenproduktion für Dritte ist Cosmo bereits heute profitabel und erreicht nach eigenen Aussagen die Ziele für 2011 „komfortabel“. Der Markt honoriert diese sehr gute Ausgangslage nur wenig. Das dürfte sich in absehbarer Zeit ändern.

Die **Verwaltungs- und Privatbank** leidet weiterhin unter den sehr tiefen Geldmarktzinsen. Zwar gelingt es ihr zunehmend die Kundengelder an Hypothekarkunden in der Schweiz auszuleihen, trotzdem bleibt die Rentabilität vorerst noch gering. Der Ausbau des Bereichs „Private Banking“ kommt voran und erste positive Zeichen in Form von höheren Kommissionseinnahmen sind sichtbar.

Der Buchwert der Aktie von Fr. 140 wird unter diesen Voraussetzungen wohl auch 2012 noch nicht erreicht werden. Sobald die Zinsen drehen, verbessert sich die Lage.

Die **AG für die Neue Zürcher Zeitung** als eine der grössten Zeitungsverlage der Schweiz profitiert von einem wieder etwas höheren Inserateaufkommen in der Schweiz. Ein grosser Teil des Ertragsfortschrittes wird aber mit Effizienzgewinnen erzielt. Die Zusammenlegung und Zusammenarbeit von Redaktionen sowie die bessere Auslastung der Druckzentren führt zu einem deutlich höheren Reingewinn. Trotzdem hat die Aktie im 2. Halbjahr ca. 1/3 des Wertes eingebüsst. Mit einem P/E von nun noch 7x handelt sie ungefähr auf der Hälfte des Eigenkapitals und der stillen Reserven in der Bilanz.

Compagnie Financière Tradition ist die Nr. 3 im weltweiten Inter Dealer Brokerage. Nach einigen turbulenten Quartalen ist die Kehrtwende im 2. Semester 2011 gelungen. Insbesondere das nicht zum Kerngeschäft gehörende, aber vorher sehr rentable online FX-Trading-Portal „gaitame.com“ in Japan, hat den Turnaround geschafft und liefert wieder gute Resultate ab. CFT hat die Delle genutzt, um ihre Beteiligung von 43% auf gut 49% auszubauen. Die Aktie ist in den letzten Monaten regelrecht abgestürzt. Mit einem P/E 2012 von ca. 6x ist die Aktie ein klarer Kauf. Zudem ist die Dividendenrendite attraktiv.

Die **Cham Paper Group** musste einige einschneidende Entscheide treffen. Mit einem Exportanteil von nahezu 100% und einem hohen Kostenblock in der Schweiz konnte sie trotz sehr guten Umsätzen und einer hohen Innovationsleistung nicht profitabel arbeiten. Ende Jahr hat man nun entschieden, die Produktion in der Schweiz aufzugeben und sie praktisch vollständig in die beiden Werke nach Italien zu verlagern. Auf dem Gelände in Cham, das über 100'000 m² umfasst, werden nur noch die Firmenzentrale und die Entwicklungsabteilung weiterarbeiten. Die restlichen Flächen werden in den nächsten Jahren voraussichtlich als Wohn- und Gewerbeflächen umgenutzt. Das eröffnet für die Aktie viel Potential. Sie handelt momentan auf etwa 1/3 des errechneten fairen Wertes.

Der Ausblick

Heute lässt sich feststellen, dass die reale Wirtschaft unter dem politischen Zirkus weniger leidet als vorerst befürchtet. Insbesondere blieb ein grober Einbruch der wirtschaftlichen Aktivitäten wie im 2008 aus. Besonders im letzten Quartal verzeichneten viele Firmen wieder anziehende Bestellungen, nachdem im Spätsommer überall Zurückhaltung geübt worden war. Besonders aus Asien und Lateinamerika wird weiterhin von einem schönen Wirtschaftswachstum berichtet. Aber auch in Amerika und Europa hat sich die Nachfrage stabilisiert. Die staatlichen Sparübungen und die zu erwartenden Steuererhöhungen werden in der alten Welt kaum Wirtschaftswachstum zulassen, doch ist ein Treten an Ort in Anbetracht der Umstände eigentlich schon ein sehr erfreulicher Zustand. Die groben Verwerfungen aus der Immobilienblase werden nun schon im fünften Jahr amortisiert und bereinigt, so dass das Größte langsam verdaut sein dürfte. Die Nachwehen werden wie früher in Japan oder in der Schweiz wohl noch weitere zehn Jahre zu spüren sein, beeinflussen die Wirtschaftsaktivität aber bald nicht mehr massgeblich. Auch die Staatsverschuldung wird an der Börse noch eine Weile ein Thema bleiben, doch es wird den Anleger nicht mehr aus den Socken hauen. Das Erfüllen der strengen Eigenmittelvorschriften durch die Banken wirkt noch eine Weile belastend, denn die Kreditvergabe wird noch immer zurückgefahren, um die Ziele möglichst ohne neues Kapital erreichbar zu machen. Das bedeutet nichts anderes, als dass die Basiszinsen noch eine ganze Weile tief bleiben werden, jedoch die von den Banken verrechnete Risikomarge deutlich steigen muss. Für den Fonds bedeutet dies, dass grundsätzlich an den soliden Anlagen festgehalten wird, jedoch die eine oder andere günstige Gelegenheit ergänzend eingebaut werden darf. Wegen der hohen Risikoprämie sind Aktienanlagen heute konkurrenzlos attraktiv. Diese Diskrepanz zwischen der Rendite von Festverzinslichen und Aktien dürfte sich im 2012 mit abnehmender Angst der Anleger nach und nach korrigieren, weshalb 2012 durchaus ein sehr erfreuliches Aktienjahr werden kann.