

# Bei ABB keimt Hoffnung auf Trendwende auf

**SCHWEIZ** CEO Ulrich Spiesshofer sieht zum ersten Mal seit 2015 wieder Wachstum. Trotzdem soll 2017 nur ein Übergangsjahr werden. Anleger sollten abwarten.

MARTIN GOLLMER

Das Jahr 2016 ist für ABB eines zum Vergessen gewesen. Erneut stellte sich kein Wachstum ein, Auftragszugang und Umsatz waren rückläufig (vgl. Tabelle Unternehmenszahlen). Doch im vierten Quartal keimte beim Automations- und Energietechnikkonzern Hoffnung auf, auch wenn die Zahlen schwierig zu interpretieren sind. Der besonders im Fokus stehende Auftragszugang blieb in Dollar, der Rechnungswährung des Industriekonzerne, gegenüber dem Vorjahresquartal stabil auf 8,3 Mrd. \$. Er verbesserte sich aber auf vergleichbarer Basis – also unter Herausrechnung von Währungseffekten und Portfolioveränderungen – um 3%. Anlässlich der Resultatpräsentation strich CEO Ulrich Spiesshofer deshalb speziell hervor, dass ABB damit «zum ersten Mal seit dem ersten Quartal 2015 wieder Wachstum» zeige (vgl. Grafik).

Ist das der berühmte Silberstreif am Horizont? Um diese Frage zu beantworten, ist ein genauerer Blick auf den Auftragszugang zu werfen. Was gewachsen ist, sind die Grossbestellungen ab 15 Mio. \$. Sie nahmen im Berichtsquartal 24% (vergleichbar: 35%) zu. Das Problem mit solchen Grossaufträgen ist: Man kann sich nicht darauf verlassen, dass sie regelmässig hereinkommen.

## Weniger Basisaufträge

Ein besseres Mass für die Entwicklung des Bestellungseingangs sind deshalb die Basisaufträge unter 15 Mio. \$. Dieses sogenannte Brot-und-Butter-Geschäft fällt ziemlich regelmässig an. Hier aber verzeichnete ABB im Berichtsquartal kein Wachstum, sondern mit 1% (in Dollar und vergleichbar) einen leichten Rückgang – und das trotz niedriger Vergleichsbasis aus dem Vorjahresquartal. So gesehen ist die Wachstumsschwäche noch nicht überwunden.

Wachstumshemmend war im vierten Quartal wie schon das ganze Jahr über, dass die Nachfrage in den Prozessindustrien, vor allem in der Bergbaubranche sowie im Öl- und Gassektor, weiter gedämpft ausfiel. Als Folge davon ist auch der Bedarf aus dem Marinebereich stark zurückgegangen. Regional gesehen war vor allem die Nachfrage aus Europa schwach.

Wenn das Jahr 2016 für ABB dennoch etwas Positives hatte, war es, dass die Ertragskraft trotz den Problemen bei Auftragszugang und Umsatz gesteigert werden konnte. Operativer Ebita (operative Ergebnis vor Zins, Steuern und Ab-



ABB erhielt im vierten Quartal 2016 mehrere Grossaufträge im Bereich Stromnetze.

schreibungen auf immaterielle Vermögenswerte), operative Ebita-Marge und Gewinn nahmen zu (vgl. Tabelle). Ein wesentlicher Grund für die höhere Profitabilität des Konzerns waren die fortgesetzten Kosteneinsparungen und Produktivitätsverbesserungen.

## Brisante Änderung

Brisant ist eine Änderung der Ebita-Definition, die ABB im vierten Quartal vorgenommen hat. «Nichtoperative Pensionsaufwendungen und Änderungen der Garantierückstellungen im Zusammenhang mit der Bewertung vor Akquisitionen werden nicht mehr berücksichtigt», heisst es dazu ohne weitere Erklärung in der Medienmitteilung.

Analyst James Moore von Redburn Capital erblickt darin eine Manipulation, mit der «ein grosser Gewinnrückgang verschleiert» werde. Analyst Richard Frei von der Zürcher Kantonalbank sieht das im Fall der Garantierückstellungen anders: ABB reagiere hier darauf, dass sie im Zusammenhang mit der Übernahme von PowerOne 2013 wegen Problemen bei deren Wechselrichtern die Rückstellungen um 92 Mio. \$ habe erhöhen müssen. Da diese Produkte jedoch vor der Übernahme durch ABB von PowerOne verkauft wurden, betreffen die Rückstellungen nicht das heutige Kerngeschäft. Dass diese Garantierückstellungen bei der Ebita-Berechnung nicht mehr berücksichtigt würden, geschehe zudem vorausschauend für den Fall, dass bei zukünftigen Übernahmen Ähnliches passieren könne. «Die Argumentation von ABB ist diesbezüglich nachvollziehbar», sagt Frei. «Das ist nicht der Versuch, etwas schönzureden, da die Kosten weiter unten in der Erfolgsrechnung wieder auftauchen.»

Bei den nichtoperativen Pensionsaufwendungen überzeugt Frei die Argumen-

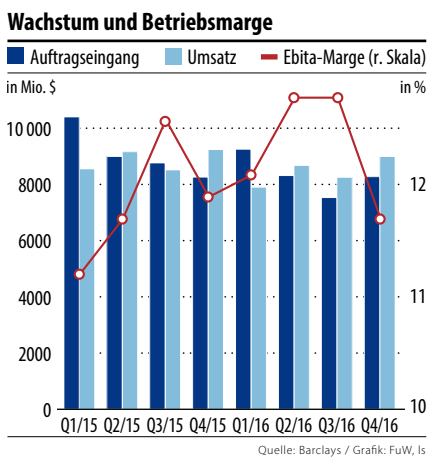
tation von ABB dagegen nicht. Diese Aufwendungen führten aus dem Wechsel zum Leistungs- zum Beitragsprimat bei den norwegischen Arbeitnehmern her (wahrscheinlich Einmalzahlungen). Hier könne man sehr gut auch argumentieren, dass dies operative Aufwendungen seien, die in der Ebita-Berechnung berücksichtigt werden müssten, da sie mit den Löhnen zusammenhängen.

ABB weist den Vorwurf der Bilanzschöpfung in einer Stellungnahme zurück. Die Änderungen bei den Pensionsaufwendungen seien gemacht worden, um besser zwischen operativen und nichtoperativen Teilen der Pensionskosten unterscheiden zu können, und seien «konsistent mit den erwarteten neuen US-Buchhaltungsregeln». Insgesamt habe die Änderung der Definition «keinen Einfluss auf den operativen Ebita» gehabt, da die betreffenden Posten nicht operativ gewesen seien.

## Aktien stolz bewertet

Der kurzfristige Ausblick kommt unverändert gedämpft daher. ABB geht deshalb davon aus, «dass 2017 für den Konzern ein Übergangsjahr wird», heisst es in der Medienmitteilung.

Für den Anleger heisst das Abwarten. Solange sich der Silberstreif am Horizont nur in den Worten, nicht aber auch in den Zahlen spiegelt, gibt es keinen Grund zum Kauf von ABB-Aktien. Vorerst kann den Valoren nur Wachstum zu einem weiteren Kursanstieg verhelfen. Alles andere ist schon eingepreist. Zudem sind die Titel mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2017 von 24 schon stolz bewertet. Schwach werden könnte man im aktuellen Tiefzinsumfeld aber angesichts der geschätzten Dividendenrendite von 3,4% für 2017. 2016 soll die Dividende erneut steigen. Beantragt ist eine Erhöhung um 2 Rappen auf 0.76 Fr. pro Aktie.



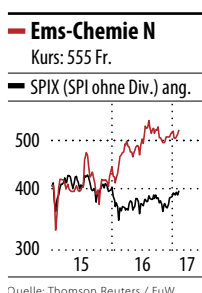
Aktienstatistik	
<b>Bewertung</b>	Na.
Kurs am 10. Februar 2017, 13 Uhr, in Fr.	22.89
Rendite in % (per 2016), geschätzt	3,3
KGW 2016	25
KGW 2017	24
Börsenwert (in Mio. Fr.)	48 955
<b>Angaben pro Titel in Fr.</b>	
Gewinn 2015	0,87
Gewinn 2016	0,91
Gewinn 2017, geschätzt	0,95
Nennwertrückzahlung per 2015	0,74
Dividende per 2016, geschätzt	0,76
Pay-out Ratio in %	83
<b>Aktienkapital: 265,77 Mio. Fr.</b>	
– eingeteilt in: 2 214 743 264 Na. à 0,12 Fr. nom.	
Bedeutende Aktionäre: Investor AB (10%), Cevian Capital (6,2%), BlackRock (3%), Eigenbesitz (4%)	

Unternehmenszahlen				
in Mio. \$	2015	2016	+/- in %	+/- in % <sup>1</sup>
Auftragszugang	36 429	33 379	-8	-5
Umsatz	35 481	33 828	-5	-1
Operativer Ebita	4 209	4 191	0	+2
– in % des Umsatzes	11,9	12,4		
Gewinn	1 933	1 963	+2	
<b>Bilanz</b>	<b>31.12.15</b>	<b>31.12.16</b>		
Bilanzsumme	41 356	39 538	-4	
Barmittel	4 565	3 719	-19	
Langfristige Schulden	5 985	5 800	-3	
Eigenkapital	14 988	13 961	-7	
– in % der Bilanz	36,2	35,3		

# Ems-Chemie zeigt keinerlei Schwächen

**SCHWEIZ** Der Spezialist für Hochleistungspolymere blickt auf ein Rekordjahr zurück. Die Marge allerdings dürfte ihren Zenit überschritten haben.

CHRISTIAN BRAUN



«Innovativ. Weltweit erfolgreich.» Die Banner an der Jahreskonferenz von Ems-Chemie verkünden keine «alternativen Fakten». Was auf ihnen steht, ist nachprüfbar wahr. Der Jahresabschluss 2016 zeigt keinerlei

Schwächen, vielmehr reiht sich eine Bestmarke an die nächste. Die Erwartungen zum Ergebnis wurden klar übertroffen. Die Marge auf Stufe Ebitda ist auf über 30% gestiegen (vgl. Tabelle). Auf Stufe Gewinn beträgt sie 23%. Erfolgreich eben. Auch die Entwicklung des Umsatzes lässt sich sehen. Trotz rückläufiger Verkaufspreise und längerer Unterhaltsarbeiten in einem Werk hat er sich 4,1% erhöht. Die Mengen liegen 6,7% über Vorjahr. Dieses Mengenwachstum sei der Haupttreiber hinter der Steigerung des Betriebsgewinns (Ebit) gewesen, sagte Magdalena Martullo, Delegierte des Verwaltungsrats und Grossaktionärin der Gruppe. Der kräftige Margenanstieg hat noch einen anderen Grund: die günstige Kons-

tellation aus sinkenden Rohstoffpreisen und im Verhältnis weniger nachgebenden Verkaufspreisen.

Finanzchef Peter Germann stellt in dem Kontext eine interessante Veränderung im Kundenverhalten fest: Heute würden Kunden Innovation höher gewichten als noch vor einigen Jahren, weil es noch wichtiger geworden sei, sich im Markt abzuheben. Entsprechend seien sie weniger stark auf den Preis fixiert, erklärte er am Rande der Veranstaltung.

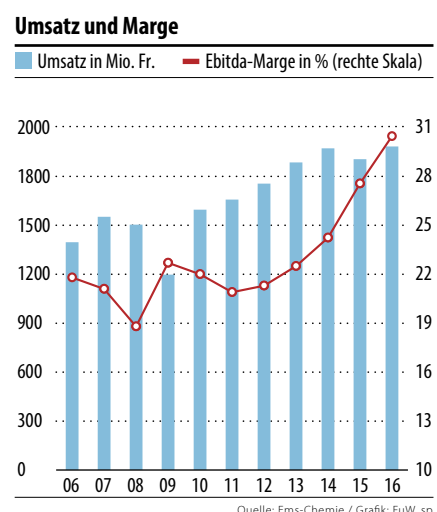
Aktienstatistik	
<b>Bewertung</b>	Na.
Kurs am 10. Februar 2017, 14 Uhr, in Fr.	555,00
Rendite in % (per 2016)	3,1
KGW 2016	29
KGW 2017	29
Kurs-Buchwert-Verhältnis	9,24
Börsenwert (in Mio. Fr.)	12 976
<b>Angaben pro Titel in Fr.</b>	
Gewinn 2015	16,09
Gewinn 2016	19,19
Gewinn 2017, geschätzt	19,25
Dividende per 2015	15,00
Dividende per 2016	17,00
Pay-out Ratio in %	88
<b>Aktienkapital: 0,23 Mio. Fr.</b>	
– eingeteilt in: 23 389 028 Na. à 0,01 Fr. nom.	
Bedeutende Aktionäre: Emesta Holding (60,8%), Magdalena Martullo-Blocher und Rahel Blocher halten gegen 100% der Emesta), Miriam Blocher (8,9%, teils via Blomi Holding)	

Und kundendienliche Innovation kann Ems-Chemie liefern, in der Automobilindustrie – von der mehr 60% des Umsatzes stammen – unter anderem mit Metal-lersatzlösungen. So spart zum Beispiel ein aus Hochleistungskunststoff hergestellter Flansch für Luftfederungen von Land Rover nicht nur 30% Gewicht, sondern auch 20% Kosten. Innovativ eben. Doch: Die günstige Konstellation aus sinkenden Rohstoffpreisen und im Verhältnis weniger nachgebenden Ver-

Unternehmenszahlen			
in Mio. Fr.	2014	2015	2016
<b>Umsatz</b>	<b>1972</b>	<b>1905</b>	<b>1983</b>
– Veränderung in %	+4,6	-3,4	+4,1
– in lokalen Währungen	+7,8	+3,7	+3,8
Ebitda <sup>1</sup>	478	525	604
– Veränderung in %	+12,8	+9,7	+15,1
– in % des Umsatzes	24,3	27,5	30,5
Betriebsgewinn (Ebit)	423	469	548
– Veränderung in %	+14,7	+10,7	+16,9
– in % des Umsatzes	21,5	24,6	27,6
Gewinn	349	383	456
– Veränderung in %	+7,9	+9,5	+19,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>404</b>	<b>439</b>	<b>512</b>
Freier Cashflow	352	384	440
<b>Bilanzsumme (per 31.12.)</b>	<b>1846</b>	<b>1890</b>	<b>1984</b>
Flüssige Mittel	473	433	k.A.
Eigenkapital	1 250	1 290	1 405
– in % der Bilanzsumme	68	68	71

kaufpreisen hat gekehrt. Die Preise für so wichtige Ausgangsmaterialien wie Butadien und Benzol haben sich markant erhöht. Schon zwei Mal hätten daher seit Dezember die Absatzpreise erhöht werden müssen. Aus dieser Trendumkehr entsteht Druck auf die Marge. Martullo deutete dies in ihren Ausführungen denn auch an. Genaueres lässt sich aus heutiger Sicht aber noch nicht sagen.

Entsprechend schwierig sind Gewinnvorhersagen für 2017. Martullo stellt für



Umsatz und Betriebsgewinn (Ebit) zwar je ein Wert leicht über Vorjahr in Aussicht, wobei leicht bei Ems bis 10% heisst. Unter der Annahme von Margendruck resultiert in der FuW-Schätzung für 2017 ein Gewinn je Aktie von 19.25 Fr. Das ist mehr als bisher, aber kaum mehr als der Vergleichswert des vergangenen Jahres.

Auf dieser Basis resultiert nach dem Kursanstieg vom Freitag ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 29. Das ist hoch, wegen der hohen Nettoliquidität aber auch etwas überzeichnet. Im Gegenzug erhalten Aktionäre Qualität, die sich nicht nur in hohem Leistungsvermögen und hoher Rentabilität spiegelt, sondern auch in einer unerschütterlichen Bilanz und gutem Cashflow. Dazu kommt eine attraktive Ausschüttungspolitik: Für 2016 wird eine Dividende von 17 (i.V. 15) Fr. vorgeschlagen, davon 13 (11) Fr. ordentlich und 4 (4) Fr. ausserordentlich.

Allein das ist ein Anreiz, die Aktien weiter zu halten. Neue Engagements drängen sich auf dem heutigen Kursniveau wegen der Ungewissheit über die kurzfristige Ertragsentwicklung aber nicht auf.

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