

Die Perlen im ausserbörslichen Handel

SCHWEIZ Wer in nicht kotierte Aktien investieren will, muss sich auf ein paar Besonderheiten einstellen, findet bei einer sorgfältigen Auswahl aber Werthaltiges.

ANDREAS KÄLIN

Auch der ausserbörsliche Markt hat seine Kursraketen. So haben die Aktien der Zur Rose Group in Jahresfrist über 300% zugelegt. Schub verschafften ihnen ein neuer Grossaktionär, der der Online-Versandapotheke frisches Kapital gab, und ein günstiges Urteil des Europäischen Gerichtshofs.

Dazu wird erneut über einen Börsengang von Zur Rose gemunkelt. Angeheizt werden Kursfantasien durch Quervergleiche mit Shop Apotheke Europe, die im Oktober zu einer hohen Bewertung an die Frankfurter Börse ging, und der Apothekenbetreiberin Galenica Santé, deren Titel seit diesem Monat an der SIX kotiert sind.

Auf den ausserbörslichen Plattformen der Berner und der Zürcher Kantonalbank sind Zur Rose zurzeit denn auch die Titel mit dem grössten Handelsumsatz.

Die stillen Reserven

Das Beispiel Zur Rose ist ein Spezialfall. Gemeinhin gelten die ausserbörslich gehandelten Valoren als eher langweilig. Häufig sind es Liebhaberwerte mit einem stark regionalen Bezug.

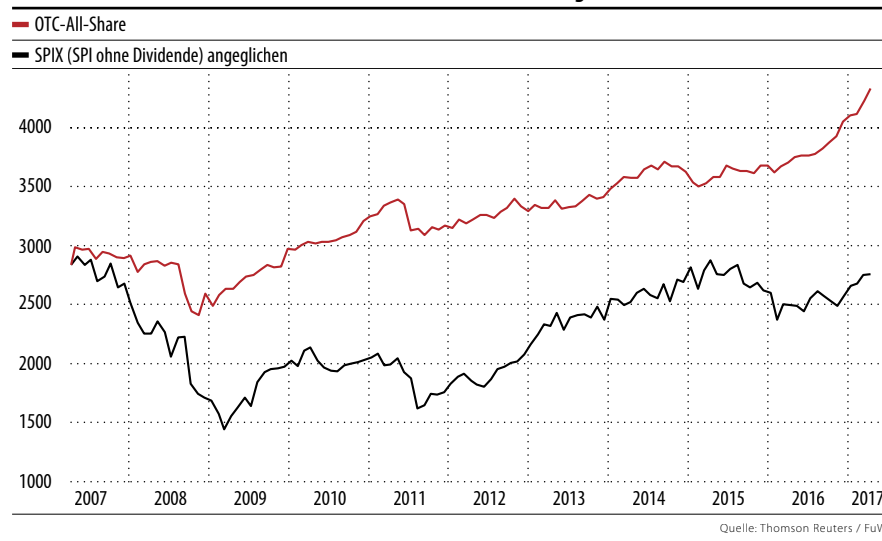
Interessierte finden Informationen wie Kursdaten auf den entsprechenden Webseiten der Berner Kantonalbank (otc-x.ch) oder der Zürcher Kantonalbank (zkb.ch/ekmux). Über ihre Plattformen läuft der grösste Teil des Handels mit nicht kotierten Schweizer Titeln. Zu den Käufern gehören vor allem Privatanleger, aber auch ein paar Spezialisten wie Markus Rüeggsegger: Der von ihm geführte Quantex-Nebenwerte-Fonds investiert auch in ausserbörsliche Papiere.

Das kann sich lohnen: Wer richtig sucht, findet im ausserbörslichen Segment manche Perlen. «Finanz und Wirtschaft» stellt einige vor (vgl. Boxen). Darunter sind, neben dem risikoreicheren Turnaround-Fall Biella-Neher, zwei Übernahmekandidaten, da es in Branchen wie der Versorgung Konsolidierungstenden-

zen gibt. Bei einer weiteren Kategorie geht es um das Thema Stabilität: Unter den Ausserbörslichen finden sich Gesellschaften mit viel Substanz – auch gut versteckter, was mit mangelnder Transparenz zu tun hat. Im ausserbörslichen Segment müssen Unternehmen ihre Rechnung nämlich nur nach den rudimentären Vorschriften des schweizerischen Obligationenrechts ablegen. Das schafft laut dem Spezialisten Rüeeggsegger Möglichkeiten, via überhöhte Abschreibungen oder Rückstellungen «Gewinne aus der Welt zu schaffen». Auf die Weise bilden Unternehmen teils hohe stille Reserven.

Nach André Spillmann, bei der Zürcher KB zuständig für den Handel mit nicht kotierten Schweizer Aktien, zählt es zu den Eigenheiten im ausserbörslichen Segment, dass die Anleger hier «mehrfach

OTC-All-Share Index der Berner Kantonalbank für ausserbörslich gehandelte Titel



Quelle: Thomson Reuters / FuW



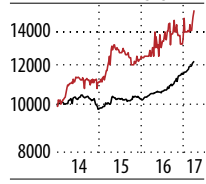
BILD: GAETAN BALLY/KEYSTONE

Weil das Geschäft mit Ordern und Ringbüchern schwieriger geworden ist, hat Biella-Neher eine Digitalisierungsstrategie eingeleitet.

STABILITÄT

WWZ

— **WWZ N**
Kurs: 15800 Fr.
— OTC-All-Share angegl.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

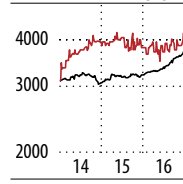
Bei den Titeln von Wasserwerke Zug (WWZ) weiss der Anleger, was er hat. In den letzten Jahren ist der Aktienkurs stetig gestiegen, so wie die Dividende. Per 2006 schüttete WWZ noch 200 Fr. je Aktie aus. Per 2016 wird eine ordentliche Dividende von 330 Fr. bezahlt, plus eine Sonderdividende von 125 Fr. wegen des 125-jährigen Jubiläums. Ohne den Bonus, auf normalisierter Basis, beträgt die Rendite 2,1%. Als Versorger agiert WWZ in einer stabilen Branche. Das diversifizierte Geschäftsmodell mit den fünf Sparten Wasser, Gas, Wärme- und Energieerzeugung, Elektrizität sowie Telekom hat sich bewährt: 2016 stieg der Gewinn 4,4%, über die letzten fünf Jahre betrug der Zuwachs damit 8,6% p.a. Es gibt in der Schweiz noch mehr als 800 Versorger. In der Konsolidierung der Branche kann WWZ eine aktive Rolle spielen: Angesichts einer Eigenkapitalquote von 88% und einer Nettoliquidität von 166 Mio. Fr. verfügt das Unternehmen über grossen finanziellen Spielraum. Die Aktien sind gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis von knapp unter 1 auch nicht teuer. Da lässt es sich als Aktionär ruhig schlafen.

	2016
Marktwert in Mio. Fr.	785,3
Eigenkapital in Mio. Fr.	822,5
Eigenkapitalquote in %	87,8
Nettoliquidität in Mio. Fr.	165,7
Angaben pro Aktie	
Letzter Kurs in Fr.	15 800
Buchwert in Fr.	16 012
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,0
Gewinn je Aktie 2016, in Fr.	902
Kurs-Gewinn-Verhältnis	18
Dividende per 2015, in Fr.	330
Dividende per 2016, in Fr.	455 ¹⁾
Rendite in %, per 2016	2,9

¹⁾ inklusive Sonderdividende von 125 Fr.

Welinvest

— **Welinvest N**
Kurs: 4200 Fr.
— OTC-All-Share angegl.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Die Familie von Finck sorgt als Mehrheitseignerin von Welinvest für eine aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik. Mit der stabil gehaltenen Dividende per 2016 rentieren die Aktien hohe 6%. Welinvest verfügt über viel Substanz. Die Beteiligungsgesellschaft hält Aktien sowie Edelmetalle, vor allem aber Immobilien, die schwerpunktmässig in der weniger erhitzten Region Basel liegen. Der von Welinvest zugrunde gelegte Diskontierungssatz von 5% ist konservativ und lässt auf stille Reserven im Immobilienportfolio schliessen. Auf Basis einer Abzinsung mit 4% schätzt Markus Rüeeggsegger, Manager des Quantex Nebenwerte Fonds, dass der wahre innere Wert je Aktie mehr als 5500 Fr. beträgt. So gesehen werden die Titel ausserbörslich zu einem Abschlag von rund einem Viertel gehandelt. Aktien kotierter Immobiliengesellschaften notieren zurzeit mit einer Prämie von rund 20% zum inneren Wert. Welinvest-Aktien gelten als langweilig, eignen sich dank der grossen, versteckten Substanz aber sehr gut als Depotstabilisatoren: Sie bieten einen Ersatz für tief rentierende Bonds, inklusive Inflationsschutz.

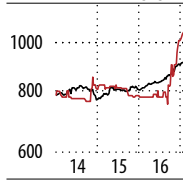
	2015/16 ¹⁾
Marktwert in Mio. Fr.	164,0
Eigenkapital in Mio. Fr.	96,8
Eigenkapitalquote in %	62,5
Nettoliquidität in Mio. Fr.	n.a.
Angaben pro Aktie	
Letzter Kurs in Fr.	4200
Buchwert in Fr.	2421
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,7
Gewinn je Aktie 2016, in Fr.	144
Kurs-Gewinn-Verhältnis	29
Dividende per 2015, in Fr.	250
Dividende per 2016, in Fr.	250
Rendite in %, per 2016	6,0

¹⁾ Geschäftsjahr per Ende Juni

FANTASIE

Linde

— **Linde I**
Kurs: 1155 Fr.
— OTC-All-Share angegl.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

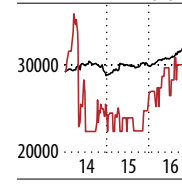
Im Schweizer Spitalmarkt ist eine Konsolidierung in Gang. So übernahm die Privatklinik- und Hotelgruppe Aegis Victoria 2016 die Genfer Privatklinik Générale Beaulieu, dies zu einem Preis, der gegenüber dem letztbezahlten Kurs fast einer Verdoppelung entsprach. Eine aktive Rolle in der Konsolidierung ist auch Hirslanden, der führenden Privatklinikgruppe der Schweiz, zugeordnet. Ein kleinerer Mitbewerber und eventuell ein Übernahmekandidat ist Linde, die eine Privatklinik in Biel betreibt. Ein Bieter hätte dafür gewiss einen klar über dem aktuellen Kurs liegenden Preis zu zahlen. Denn Linde hat beträchtliche stille Reserven. Darauf deutet der Umstand, dass die Sachanlagen einen Versicherungswert von 110 Mio. Fr. aufwiesen, während sie nur mit 24 Mio. Fr. bilanziert wurden. So dürfte schon der inhärente Wert der Immobilien und Landreserven die Marktkapitalisierung von gut 40 Mio. Fr. übertreffen. Angesichts dessen und den bei der Übernahme von Générale Beaulieu angewandten Bewertungsmultiplikatoren sollte nach Expertenmeinung ein allfälliges Angebot für Linde weit über 2000 Fr. je Aktie betragen.

	2015 ¹⁾
Marktwert in Mio. Fr.	40,1
Eigenkapital in Mio. Fr.	13,7
Eigenkapitalquote in %	33,4
Nettoliquidität in Mio. Fr.	-6,1
Angaben pro Aktie	
Letzter Kurs in Fr.	1155
Buchwert in Fr.	391,73
Kurs-Buchwert-Verhältnis	2,9
Gewinn je Aktie 2015, in Fr.	28,86
Kurs-Gewinn-Verhältnis	40
Dividende per 2015, in Fr.	10,00
Dividende per 2016, in Fr.	10,00
Rendite in %, per 2016	0,9

¹⁾ Zahlen für das Geschäftsjahr 2016 noch nicht publiziert

AEK Energie

— **AEK Energie N**
Kurs: 30000 Fr.
— OTC-All-Share angegl.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

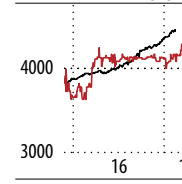
Im Dezember hat der Energieversorger BKW den Streubesitzaktionären von AEK Energie ein freiwilliges Kaufangebot von 30 000 Fr. je Aktie gemacht. Davor hatte BKW ein zusätzliches Beteiligungspaket von 54% an AEK zum Preis von gut 37 300 Fr. je Aktie erworben. Zu beachten ist, dass der ausserbörsliche Markt nicht reguliert und ein Bieter damit nicht an eine Mindestpreisregel gebunden ist. Es gibt aber berechnete Hoffnungen, dass BKW über den Markt weitere AEK-Aktien kauft und dafür sogar mehr zahlt, als sie im freiwilligen Übernahmeangebot offeriert hat: Der Berner Energiekonzern ist auch im Fall des Elektrizitätswerks Grindelwald so verfahren. Die AEK-Minderheitsaktionäre können also gelassen der weiteren Entwicklung harren, zumal die Rückschlagsrisiken sehr begrenzt sind. Die AEK Energie ist mit einer Eigenkapitalquote um 67% sehr solide finanziert. Die Aktien sind im Branchenvergleich nicht hoch bewertet, das Kurs-Buchwert-Verhältnis beträgt knapp 1. Zudem wird die Gesellschaft eine unveränderte Dividende von 900 Fr. je Aktie zahlen, was eine ansehnliche Rendite von 3% ergibt.

	2016
Marktwert in Mio. Fr.	180
Eigenkapital in Mio. Fr.	185
Eigenkapitalquote in %	67,4
Nettoliquidität in Mio. Fr.	4,2
Angaben pro Aktie	
Letzter Kurs in Fr.	30 000
Buchwert in Fr.	30 771
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,0
Gewinn je Aktie 2016, in Fr.	2501
Kurs-Gewinn-Verhältnis	12
Dividende per 2015, in Fr.	900
Dividende per 2016, in Fr.	900
Rendite in %, per 2016	3,0

TURNAROUND

Biella-Neher

— **Biella-Neher N**
Kurs: 4450 Fr.
— OTC-All-Share angegl.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Als Hersteller von Ordnern und Ringbüchern ist Biella-Neher die Nummer eins in Europa. Mit dem Trend zur Digitalisierung geht der Markt für klassische Büroartikel aber mehr und mehr zurück. So sank der Umsatz der Gruppe 2016 um 12%, im Jahr davor um 14%. Vor ein paar Jahren begann sie, eine Digitalisierungsstrategie einzuleiten. Dazu gehört Biella SimplyFind: Dieser Bereich erlaubt es Unternehmen, ihr Archiv auszulagern, um Platz und Kosten zu sparen. Ihre Dokumente werden dabei elektronisch erfasst und sicher aufbewahrt, digital wie physisch. Der Kunde kann dann jederzeit auf sein Archiv zugreifen, digital via einen sicheren Webzugang oder physisch, auf Wunsch werden Originaldokumente auch per Expresskurier ausgeliefert. Biella-Neher ist gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,6 tief bewertet – das lässt sich auch als Hinweis lesen, dass nicht mit einem schnellen Erfolg der unter dem Motto «Biella 2.0.» vorangetriebenen digitalen Wachstumsstrategie gerechnet wird. Die Gruppe bleibt sehr solide finanziert, was respektable Ausschüttungen erlaubt: Mit der per 2016 um 6% erhöhten Dividende bieten die Aktien eine Rendite von 3,8%.

	2016
Marktwert in Mio. Fr.	35,3
Eigenkapital in Mio. Fr.	66,3
Eigenkapitalquote in %	61,8
Nettoliquidität in Mio. Fr.	12,1
Angaben pro Aktie	
Letzter Kurs in Fr.	4450
Buchwert in Fr.	7982
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,6
Gewinn je Aktie 2016, in Fr.	265
Kurs-Gewinn-Verhältnis	17
Dividende per 2015, in Fr.	160
Dividende per 2016, in Fr.	170
Rendite in %, per 2016	3,8