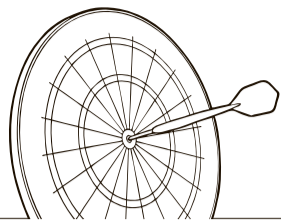


Hot Corner



Gummibärchen und Trockenshampoo

Der Konsumgüter- und Haushaltswarenhersteller **Church & Dwight** (NYSE: CHD, Kurs 83,85 \$, Marktkapitalisierung 20,6 Mrd. \$) ist eines der erfolgreichsten amerikanischen Unternehmen in seinem Sektor. In den letzten zehn Jahren betrug die durchschnittliche Performance der Aktien rund 20% – pro Jahr. Und – um es gleich vorwegzunehmen – vieles spricht dafür, dass die Erfolgsstory noch lange weitergeht.

Alles begann mit simplem Backpulver, das noch heute unter der Marke Arm & Hammer verkauft wird. Daraus wurden später auch Reinigungs- und Waschmittel fabriziert sowie diverse andere Produkte. So richtig Zug bekam das Unternehmen kurz nach dem Jahr 2000. Seit damals wird regelmässig ein Teil des freien Cashflows in Akquisitionen investiert, was das Wachstum deutlich beschleunigt hat. Heute produziert Church & Dwight ein Sammelsurium von Produkten, das von Katzenstreu über Schwangerschaftstests, Zahnpasta, Trockenshampoo bis zu Gummibärchen, Kondomen und Präparaten gegen Erkältungen reicht.

Hohe Gewinnmarge

Mit den 13 wichtigsten Marken werden 80% des Gruppenumsatzes von total 4,9 Mrd. \$ erwirtschaftet. Der Vertrieb erfolgt sowohl über Supermärkte als auch über Tante-Emma-Läden sowie über Onlinekanäle wie Amazon. Erst rund 17% des Umsatzes wird im Ausland erzielt, etwa 12% des Umsatzes gehen ins Marketing. Unter dem Strich verbleibt eine Gewinnmarge von stattlichen 15%.

Church & Dwight formuliert in ihrem «evergreen business model» ein jährliches organisches (ohne Akquisitionen) Umsatzwachstum von 3% als Ziel, getrieben zu einem guten Teil durch das vergleichsweise noch kleine Auslandsgeschäft. Der Gewinn pro Aktie soll 8% p.a. steigen, Akquisitionen sind da nicht eingerechnet. Bewerktelligt wird das durch die stetige Erhöhung der Bruttomarge und einer zum Umsatz unterproportionalen Entwicklung der Overheadkosten.

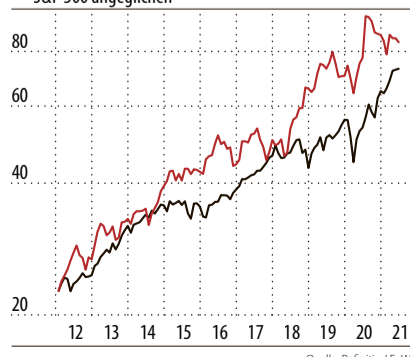
Die Aktionäre zuerst

Weiter gehört die Kreierung von Shareholder Value explizit zu den Unternehmenszielen, wozu auch Aktienrückkäufe genutzt werden. Das Management ist erfahren und stabil: CEO Matthew Farrell ist seit 2007 im Unternehmen, Finanzchef Rick Dierker seit 2009.

Im ersten Quartal 2021 stieg der Umsatz organisch um 4,9% (im gesamten 2020 waren es trotz Pandemie hohe 9,6%), der Gewinn pro Aktie stagnierte, vor allem auch darum, weil höhere Rohstoffkosten belasteten. Nun werden sukzessive die Preise erhöht. Für das Gesamtjahr rechnet das Management mit einem Umsatzwachstum von 5 bis 6%, der Gewinn pro Aktie soll 6 bis 8% auf 3 bis 3,06 \$ steigen. Damit sind die Titel mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 28 bewertet. Das ist im heutigen Umfeld inflationierter Bewertungen nicht mehr so hoch (Nestlé weist ein KGV von 27 auf), vor allem gemessen am langjährigen Erfolgsausweis. **AM**

Church & Dwight

Kurs: 83,95 \$ | Symbol: CHD
S&P 500 angeglichen



Der Pioniergeist ist ausgewandert

SCHWEIZ Versorger investieren vor allem im Ausland in erneuerbare Energien. In der Schweiz warten sie auf Fördergelder.

SYLVIANE CHASSOT

Die Züge fahren nach reduziertem Fahrplan, am Sonntag gar nicht. Energie wird rationiert, um die Importabhängigkeit der Schweiz zu reduzieren. Was sich liest wie ein Schreckensszenario der Stromlücke, war zum Ende des Ersten Weltkriegs Realität. Die Züge fuhren damals mit Kohle, die die Schweiz aus Deutschland importierte. Dort wuchs der Energiehunger mit den Kriegsjahren, und die Exportbereitschaft schwand. Nur eine Bahn fuhr damals ungehindert weiter, schreibt das «Bieler Tagblatt» in einem historischen Zeitungsartikel: die Bern-Lötschberg-Simplon-Bahn. Denn sie fuhr nicht mit einer kohlebetriebenen Dampflok, sondern mit Strom.

Zu verdanken war das Eduard Will, dem Gründer des heutigen Berner Energiekonzerns BKW. Will war nicht nur am Bau der Lötschbergbahn beteiligt, sondern hatte um die Jahrhundertwende auch eines der ersten Schweizer Wasserkraftwerke errichtet, das die Lötschbergbahn versorgte.

In einer Festrede vom Jahr 2015 schwärmte der damalige Leiter Produktion der BKW vom Pioniergeist des «Alfred Escher des Seelandes», wie ihn das «Bieler Tagblatt» nannte: «Weitsicht und Mut zeichneten ihn aus, als er die Aktiengesellschaft Elektrizitätswerk Hagneck gründete. Dabei machten die noch fehlenden Absatzmöglichkeiten des produzierten Stroms den Bau jeder grösseren Wasserkraftanlage zum Wagnis.»

Heute ist von diesem Pioniergeist wenig zu spüren. Die Schweizerische Energiegestiftung rechnet in einer Studie vor, dass die Schweiz von 29 europäischen Ländern den 24. Rang belegt bei der Produktion von Strom aus sogenannten neuen erneuerbaren Energien wie Solar- oder Windkraft (vgl. Grafik).

Hohes Wachstum im Kleinen

Schwung gibt es beim Ausbau der Photovoltaik (PV) durchaus. Mit dem von der damaligen Energieministerin Doris Leuthard initiierten energiepolitischen Kurswechsel nach der Reaktor Katastrophe in Fukushima wurde die sogenannte kosten-deckende Einspeisevergütung (KEV) für Solarstrom erhöht. Der Ansturm von Privatinvestoren war gross. Da der jährliche Förderbeitrag gedeckelt war, entstand eine Warteliste mit zeitweise über 35 000 Antragstellern. Ende 2016 war insgesamt eine zusätzliche Jahresproduktion von 14 Terawattstunden – das entspricht einem Viertel des Schweizer Stromverbrauchs – auf Wartelisten blockiert, schreibt Rudolf Rechsteiner in seinem im Mai erschienenen Buch «Die Energie-wende im Wartesaal». Viele dieser Anlagen wurden nicht umgesetzt, weil die Warteliste zu lange dauerte oder weil Einsparungen das Projekt verunmöglichten.

Mit der 2017 vom Volk bestätigten Energiestrategie 2050 kam das Ende der KEV. Seither bekommen PV-Investoren einen Beitrag, der bis zu 30% der Kosten deckt. Dieses System ist für Hausbesitzer attraktiv, die mindestens ein Viertel des produzierten Stroms selbst verbrauchen. Zudem sind die Versorger verpflichtet, den Strom abzunehmen und dem Anlagenbesitzer eine Einspeisevergütung zu zahlen, wenn die Anlage auf dem Dach mehr Energie liefert, als die Hausbewohner gerade brauchen. Das Wort «kosten-deckend» fehlt nun allerdings bei dieser Einspeisevergütung. Die Vollkosten zur Produktion einer Kilowattstunde Solarstrom auf dem Hausdach betragen heute in der Schweiz laut Solarspezialist und SP-Nationalrat Roger Nordmann etwa 10 bis 17 Rappen. Wer den Strom einspeist, bekommt aber deutlich weniger vom Versorger. BKW beispielsweise zahlte im ersten Quartal 2021 5,93 Rappen. Daher wächst die Anzahl PV-Anlagen zwar Jahr für Jahr kräftig, der Beitrag zur nationalen Stromversorgung ist aber relativ gering, weil vor allem kleine Anlagen für den Eigenverbrauch dazukommen.

Prädestiniert für den Bau grosser Anlagen sind die Energieversorger. Und sie investieren auch in erneuerbare Energien, jedoch überwiegend im benachbarten Ausland und damit zu attraktiveren Be-



An der Staumauer des Muttsees baut Axpo eine Solaranlage.

dingungen, als sie sie in der Schweiz vorfinden (vgl. Grafik).

Eine Anlage im Kanton Glarus baut derzeit der Energiekonzern Axpo auf der Staumauer am Muttsee. Mit 3,3 Gigawattstunden Jahresproduktion liefert sie Strom für 740 Haushalte, die Hälfte davon laut Axpo im Winter. Im Hinblick auf die Versorgungssicherheit ist diese Anlage sinnvoll, denn bereits heute importiert die Schweiz im Winter Strom. Und doch hätte Axpo die Anlage nicht kostendeckend bauen können, hätte sich nicht der Detailhändler Denner als Sponsor angeboten.

Energiepolitisch wären solche grossen Anlagen auf versiegelten Flächen sinnvoll. In seinem Buch rechnet Rechsteiner vor, dass ein Sechstel der Fläche von Lärmschutzwänden, Strassenbauten, Stauseen, Industriefassaden usw. als Stellfläche für PV ausreichen würde, um 50 TWh Solarstrom pro Jahr zu produzieren.

Auch andere Versorger haben Pilotprojekte, etwa das auf einem Stausee schwimmende Solarkraftwerk von Romande Energie. Der schweizerisch-deutsche Versorger Energiedienst konzentriert sich bei der Photovoltaik auf das Energiecontracting, installiert also PV-Anlagen auf gemieteten Dachflächen. Dieses Modell lohnt sich für Versorger und Kunden, aber es sind wiederum vor allem kleine Anlagen, die keinen massgeblichen Beitrag zur nationalen Stromversorgung leisten.

25 Jahre lang Gegenwind

Noch harziger verläuft der Ausbau bei der Windenergie. Ende 2020 waren laut dem Branchenverband Suisse Eole 42 Windenergieanlagen installiert. Haupthindernis sind hier langwierige Beschwerdeverfahren. Rechsteiner zitiert Statistiken, wonach von 469 Windenergieprojekten, die die KEV-Zusage erhalten hatten, gerade einmal 5% umgesetzt wurden. Beim ältesten Projekt in Sainte Croix – ironischerweise dem Bürgerort des einstigen Pioniers Eduard Will – ist Romande Energie federführend. Erst vor wenigen Wochen hat das Bundesgericht eine Beschwerde in wesentlichen Punkten abgewiesen. Nach

dem Projektstart im Jahr 1997 sollte nun 2023 die Stromproduktion beginnen.

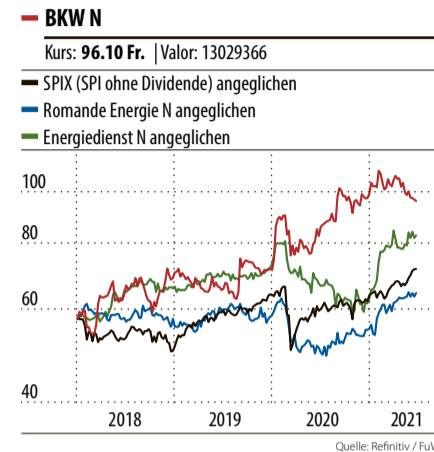
Auch bei der Wasserkraft steckt der weitere Ausbau. Vor allem Speicherkraftwerke werden in Zukunft noch wichtiger, um auch im Winter die Stromnachfrage zu decken. Doch auch hier blockieren Einsparungen wichtige Projekte. Umweltverbände bekämpfen beispielsweise die Erhöhung der Grimselstaumauer und haben im November vom Bundesgericht recht bekommen.

Damit ist auch der Bau des Triftkraftwerks auf Eis, da die Richter auch dieses Vorhaben an den Berner Regierungsrat zurückwiesen mit der Aufforderung zu einer Interessenabwägung zwischen der Wasserkraft und dem Naturschutz. Ohnehin war bei der Trift aber nicht klar, ob die Kraftwerke Oberhasli (KWO) das Projekt wirklich bauen würden. Hauptaktionärin der KWO ist BKW, die die Wirtschaftlichkeit des Projekts unter derzeitigen Bedingungen infrage stellt.

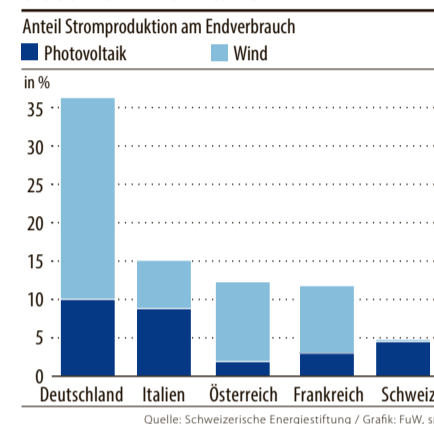
Neues Energiesgesetz

In diesem Punkt kommt nun allerdings Bewegung auf. Am Freitag verabschiedete der Bundesrat nach der Vernehmlassung das Gesetz über eine «sichere Stromversorgung mit erneuerbaren Energien» an das Parlament. Darin ist für Speicherwasserkraftwerke ein Förderbeitrag vorgesehen, der 40% der Investitionskosten decken soll. Im Sinn einer Winterzulage ist es möglich, den Beitrag auf 60% zu steigern.

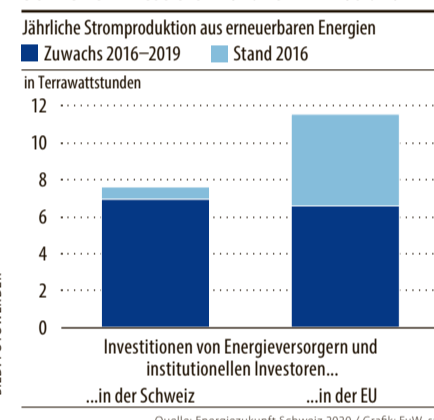
Auf Anfrage von FuW begrüsst BKW den Entwurf des Bundesrats. «Er adressiert zentrale Elemente, für welche sich die BKW im Rahmen ihrer Vernehmlassungsantwort ausgesprochen hat.» Auf die Frage nach der Wirtschaftlichkeit des Triftkraftwerks unter den neuen Vorzeichen: «Das Projekt Trift könnte einen Beitrag zur Stabilität des Stromnetzes leisten und eine massgebliche Umlagerung von Sommerenergie ins Winterhalbjahr ermöglichen. Aufgrund des negativen Bundesgerichtsentscheidens vom November 2020 über die Vergrößerung des Grimselsees wurde der Konzessionsentscheid im kantonalen Par-



Die Schweiz hinkt hinterher



Schweizer investieren vor allem im Ausland



lament um mehrere Jahre verschoben. Dies hat zur Folge, dass der entsprechende Richtplan nun zuerst angepasst werden muss.» Das klingt nicht ganz nach dem Geiste Wills, der den Bau des Wasserkraftwerks Mühleberg im Jahr 1917 schon begonnen hatte, noch bevor die Regierung die Konzession erteilte.

Wie beim CO₂-Gesetz handelt es sich auch beim Stromversorgungsgesetz um eine sehr umfangreiche Vorlage. Sie umfasst auch die Strommarktöffnung, wonach künftig alle Stromkunden ihren Versorger frei wählen können sollen. Bis das Gesetz in Kraft ist, wird es noch Jahre dauern. Dem Nationalrat dauert das zu lang, denn das derzeit gültige Gesetz läuft 2022 aus. In einer beinahe einstimmig angenommenen parlamentarischen Initiative entschied die grosse Kammer einen Tag vor dem Erlass des Bundesrats, die Förderung erneuerbarer Energien in einer «Übergangslösung» bis 2030 zu regeln.

Die Stossrichtungen sind im Bundes- und im Nationalrat ähnlich. Beide wollen die Förderung von PV-Anlagen verbessern mit Zuschlägen von bis zu 60% der Investitionskosten für Anlagen, die nicht für den Eigenverbrauch erstellt werden. Investoren sollen sich im Sinne einer wettbewerbsorientierten Förderung in einer Ausschreibung für die Beiträge bewerben.

Finanziert werden sollen die Förderbeiträge wie bis anhin mit einem Zuschlag von 2,3 Rappen pro Kilowattstunde Strom. Der Umbau der Energieversorgung wird also nicht mit Steuergeldern, sondern direkt durch die Stromkunden bezahlt.

Zu Wills Zeiten war es BKW, die in Vorleistung ging. Heute verweist sie beim Ausbau der PV oder bei Trift gem auf die Verantwortung, die sie gegenüber den Aktionären trage. Diese profitieren allerdings noch heute davon, dass BKW von einem Pionier gegründet wurde, der für volkswirtschaftlich sinnvolle Investitionen hohe betriebswirtschaftliche Risiken einging. Die geplanten gesetzlichen Neuerungen dürften dereinst Fördergelder in die Kassen der Versorger spülen. Pioniergeist verbirgt sich aber kaum zwischen den Paragraphen.