



Ägypten wurde während der vergangenen fünf Jahre unverkennbar durch die Revolution 2011 und deren Nachwirkungen geprägt. Das Land stand vor der schwierigen Aufgabe, sich einen neuen politischen Rahmen zu geben, die staatlichen Institutionen zu stabilisieren und eine Wirtschaft zu sanieren, die angesichts aufgelaufener Ungleichgewichte kurz vor dem Kollaps stand. Viele Anleger wandten dem Land daraufhin den Rücken zu. Sie wurden von den makroökonomischen Herausforderungen abgeschreckt, die in ihren Augen keine attraktiven Anlagechancen boten. Titel wie Elsewedy Electric, mit dessen Investment Case wir uns in diesem Bericht ausführlich beschäftigen, haben jedoch bewiesen, dass Anleger mit ihrer heuristischen Vorgehensweise auch falsch liegen können. Die Aktie von Elsewedy Electric erwirtschaftete während dieser für Ägypten turbulenten Zeit eine Gesamtrendite von fast 270% in USD, womit sie sogar Börsenliebling Apple Inc. übertraf, der während desselben Zeitraums rund 220% zulegte. Weiterhin günstige Geschäftsaussichten, ein attraktives 12-Monats-Forward-KGV von rund 8x und die allmähliche Normalisierung der wirtschaftlichen Lage in Ägypten dürften Elsewedy zugutekommen.

Malek Bou-Diab, Lead Portfolio Manager New Markets

Elsewedy Electric – von der Handelsgesellschaft zum Industrieunternehmen

Elsewedy Electric wurde 1938 als Handelsgesellschaft für Elektrogeräte von der Familie El Sewedy gegründet und 1960 zum einzigen Vertreter von Spezialkabeln in Ägypten. 1984 errichtete das Unternehmen in Ägypten seine erste Produktionsstätte für die Herstellung von Kabeln für den Privatsektor.

1986 trat Ahmed El Sewedy an die Spitze des Familienunternehmens. Seitdem liegt der Fokus der Unternehmensstrategie auf dem Kauf von Fertigungskompetenz im Bereich Stromerzeugung und Verteileranlagen sowie der Expansion der geografischen Reichweite des Unternehmens in Afrika und Nahost. Die erste Produktionsstätte außerhalb Ägyptens wurde 2002 im sudanesischen Giad gebaut. Ihr folgten Fabriken in Syrien (2005), Ghana (2006), Algerien und Sambia (2008), Saudi-Arabien, Äthiopien und Jemen (2009) sowie Katar (2010). Das Unternehmen ist seit Ende Mai 2006 nach einer Privatplatzierung an der Börse von Ägypten (CASE) notiert. Die Transaktion spülte rund USD 100 Mio. frisches Kapital in die Kasse. Dadurch verdoppelte sich dessen Kapitalbasis, wobei 25% als Streubesitz an der Börse gehandelt werden und der restliche Anteil im Besitz der Familie blieb. Die Aktie wurde institutionellen Anlegern und vermögenden Kunden zu einem Preis von EGP 43 pro Aktie angeboten, was einem Unternehmenswert von USD 890 Mio. entsprach. Auch heute noch kontrolliert die Familie El Sewedy weiterhin rund 75% des Aktienkapitals.

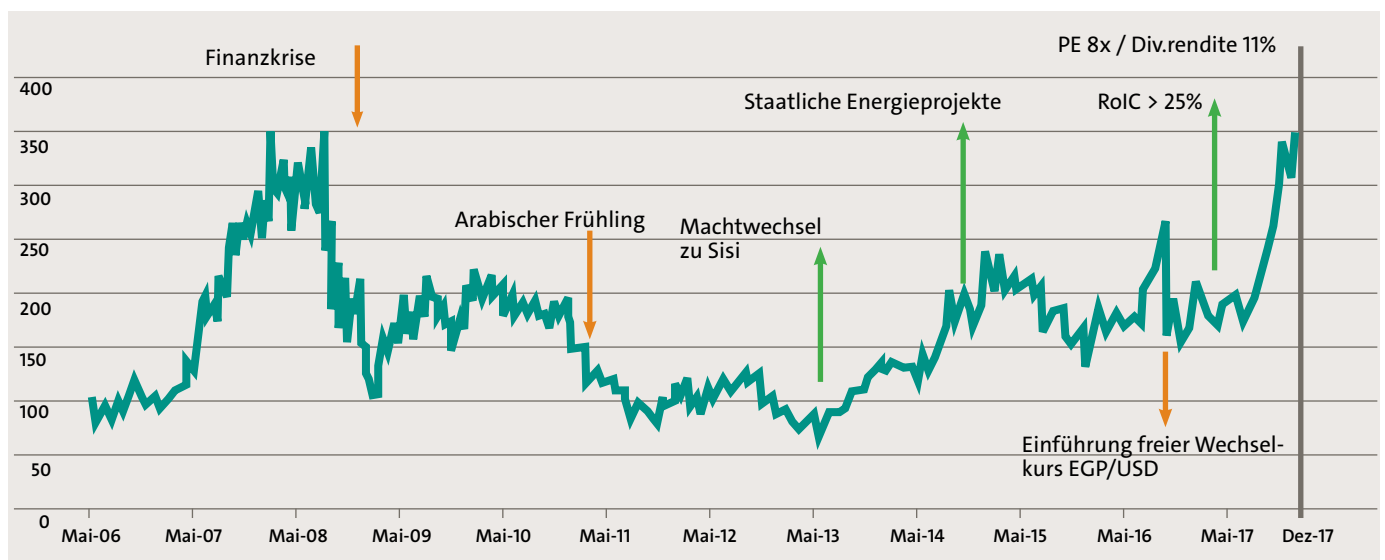
Die Kapitalerhöhung versah Elsewedy mit der nötigen finanziellen Feuerkraft für den Bau der oben erwähnten Produktionsstätten und

die strategischen Zukäufe zur Gestaltung seines künftigen Produktsortiments. In diesem Zusammenhang übernahm das Unternehmen den slowenischen Hersteller von Energiemesstechnik Iskraemeco (2008). Darüber hinaus kaufte es zwecks Gründung der Elsewedy Wind Energy Group eine strategische Beteiligung an M. Torres Olvega Industrial, einem spanischen Windkraftanlagenhersteller. Der Kauf des Mehrheitsanteils am Bau- und Planungsunternehmen Rowad Modern Engineering bildete die Basis für Elsewedys Geschäftseinheit „Turnkey Solutions“. Zu guter Letzt gründete Elsewedy ein Gemeinschaftsunternehmen mit SIAG, einem deutschen Hersteller von Hochspannungsleitungen, womit es sich deutlich von der Konkurrenz in der Region absetzte. Während dieser Zeit aggressiver Übernahmen stieg die Marktkapitalisierung des Unternehmens unmittelbar vor der Finanzkrise auf einen Höchstwert von USD 3.5 Mrd. Die boomende globale und ägyptische Konjunktur sowie die dynamischen Finanzmärkte bescherten der Aktie (SWDY) damals ein 12-Monats-Trailing-KGV von rund 25x.

Das Ende der rauschenden 2000er Jahre

Die erste Hürde stellte sich dem Expansionsplan Elsewedys mit der Finanzkrise 2008 in den Weg. Da Regierungen und Unternehmen in Afrika und Nahost ihre Investitionen drastisch kürzten, spürte Elsewedy bereits im selben Jahr einen deutlichen Rückgang der Auftragseingänge. Sichtbar wurden die Auswirkungen 2009 in Form eines rückläufigen Gewinns pro Aktie (EPS) von 25% infolge geringerer Umsätze und einer hohen Kostenbasis angesichts der fortwäh-

Elsewedy Gesamtrendite in EUR



renden Expansionsstrategie. Der Aktienkurs fiel deutlich unter den Ausgabekurs auf einen Tiefstand von EGP 23, was einer Marktkapitalisierung des Unternehmens von USD 1.6 Mrd. entsprach.

Elsewedy gelang es, die mit der Erholung der Weltwirtschaft einhergehende Dynamik für sich zu nutzen, und erzielte 2010 einen Gewinn in etwa auf dem Niveau von 2008. Das Unternehmen sah sich jedoch schon bald mit einer noch höheren Hürde konfrontiert: dem Beginn des „arabischen Frühlings“ im Januar 2011. Nicht nur gingen die Investitionen in der Region erneut auf einen fast zu vernachlässigenden Teil des BIP zurück, sondern die sich verschlechternde Sicherheitslage vor Ort zwang Elsewedy darüber hinaus zur Schliessung einiger Fabriken in bestimmten Regionen. Das EPS sank 2011 erneut um 39%, gefolgt von einem weiteren dramatischen Rückgang um 78% auf 8 US-Cent im Jahr 2012. Gründe hierfür waren vor allem Währungsschwankungen, schwindende Devisenreserven, hohe Fremdkapitalkosten und Abschreibungen auf Produktionsstätten und Debitorenguthaben im Sudan, Syrien, Ägypten, Libyen und sogar in Spanien, nachdem die El Sewedy Wind Energy Group hinter ihren Erwartungen zurückgeblieben war. Die Bilanzunsicherheit und die politische Unbeständigkeit belasteten die Aktie, die 2011 auf ein Tief von EGP 16.6 sank und sich bis zur Beseitigung der regierenden Muslimbrüderschaft im Juli 2013 in einer Handelsspanne von EGP 16.5 bis EGP 28.8 seitwärts bewegte. Die Marktkapitalisierung in US-Dollar fiel im Juni 2013 auf einen Tiefstwert von USD 545 Mio. Ursächlich dafür waren der auf ein Rekordtief gesunkene Aktienkurs und die anhaltende Abwertung des EGP ggü. dem US-Dollar.

Die Wiederauferstehung: aktives Management und staatliche Investitionen in den Energiebereich

Stärkere Beachtung schenken wir der Aktie von Elsewedy Electric wieder Anfang 2013 nach unserem Treffen mit dem neuen CFO, der einen glaubhaften Plan zur Bereinigung der Bilanz präsentierte und dadurch Unsicherheiten ausräumte, die den Aktienkurs negativ beeinflusst hatten. Damals litt Ägypten unter einer akuten Strom- und Energiekrise. Die regelmässigen Stromausfälle stellten eine massive Gefahr für die Wirtschaft dar und führten zu immer grösserer Unzufriedenheit in der Bevölkerung. Die Regierung räumte daraufhin schnelleren staatlichen Investitionen in die Stromerzeugung eine hohe Dringlichkeit ein. Dies bot Elsewedy die Möglichkeit, von seinen

vor der Finanzkrise angestossenen Investitionen zu profitieren.

Von Mitte 2013 bis Ende 2014 verdoppelte sich der Aktienkurs des Unternehmens dank der positiven Marktstimmung in Ägypten. Dies war der Stabilisierung der politischen und sicherheitspolitischen Lage durch die von Präsident Sisi neu eingesetzte Verwaltung zu verdanken. Als die Regierung so genannte „Fast-Track“-Projekte ins Leben rief, um die Engpässe bei der Stromerzeugung zu beseitigen, tat sich für Elsewedy im Dezember 2014 eine wirtschaftliche Chance auf. Das Unternehmen stellte sich der Herausforderung und hat in Zusammenarbeit mit Siemens die Einspeisung neuer Kapazitäten (160 MW) des Kraftwerks Ataka ins Stromnetz innerhalb eines rekordverdächtigen Zeitraums von 159 Tagen – die geleistete Arbeitszeit belief sich auf beachtliche 1.9 Millionen Arbeitsstunden – erfolgreich abgeschlossen. Der Abschluss dieses Projekts erfolgte gleichzeitig mit der Wirtschaftskonferenz im ägyptischen Sharm El-Sheikh und hat Siemens einen Auftrag im Wert von EUR 8 Mrd. über die Installation von 14.4 GW Leistung beschert, wodurch sich die Erzeugungskapazität des Landes verdoppeln wird. Erneut gelang es Elsewedy, einen Zuschlag als lokaler Partner für dieses Megaprojekt zu erhalten. Mit dem Bau, an dem 20'000 ägyptische Arbeiter und Ingenieure sowie 500 ausländische Experten beteiligt waren, wurden neue Massstäbe bei der schnellen Abwicklung grosser Kraftwerkprojekte gesetzt.

Eine unerklärliche Kursschwäche der Aktie Ende 2015 nutzten wir, um unser Engagement in dem Titel weiter auszubauen. Seitdem ist ihr Kurs von unter EGP 35 im Dezember 2015 und Januar 2016 auf über EGP 145 im Dezember 2017 in die Höhe geschneilt. Getrieben wurde diese Rally durch einen rasanten Anstieg der Kapitalrendite (RoIC) von einem niedrigen einstelligen Wert auf über 25% und eine solide Cashflow-Generierung, die Dividendenrenditen von rund 11% ermöglichen.

Vielversprechende Zukunftsperspektiven

Elsewedy weist für die vergangenen zwei Jahre eine sehr starke Erfolgsbilanz im Bereich der integrierten Lösungen zur Stromerzeugung auf dank seiner Erfolge in der Zusammenarbeit mit Siemens in Ägypten. Das Unternehmen ist vorwiegend in Nahost und Afrika tätig, einer Region, in der ein akuter Investitionsbedarf in den Energiebereich und in die Industrialisierung besteht. Elsewedy hat bereits den Zuschlag für ein weiteres Energieprojekt im Umfang von USD 480 Mio. in Angola erhalten. Die Wechselkursreform und die Abwertung des EGP machen Elsewedy sehr wettbewerbsfähig, was dem Unternehmen die Erschliessung neuer Märkte für seine Produkte ermöglicht, vor allem in Europa. Ungeachtet der starken Kursrally wird die Aktie mit einem 12-Monats-Forward-KGV von 8x (Bloomberg-Konsens) und einer Dividendenrendite von rund 11% gehandelt. Elsewedys Marktkapitalisierung in US-Dollar betrug Ende 2017 rund USD 1.8 Mrd. und entspricht damit noch nicht einmal der Hälfte seines Marktwertes von USD 3.6 Mrd. im Jahr 2008 – und das trotz einer Verdoppelung seines Gewinns pro Aktie während dieses Zeitraums, der deutlich umfangreicheren Betriebserfahrung und einer merklichen Effizienzsteigerung. Elsewedy dürfte die Märkte deswegen in absehbarer Zukunft weiterhin positiv überraschen.

KURS-GEWINN-VERHÄLTNISS

8x

(12-Monats-Forward)

DIVIDENDENRENDITE

11%

(2017)

MARKTKAPITALISIERUNG

USD 1.8 Mrd.

(per Ende Dezember 2017)

Elsewedy Technical Academy

Elsewedy hat seinen Wandel von einer Handelsgesellschaft in ein komplexes Industrieunternehmen im Laufe der Jahre erfolgreich gemeistert – die Art von Wandel, die viel mehr andere ägyptische und afrikanische Unternehmen wagen müssen, um die Beschäftigungschancen für die Jugend zu verbessern. In diesem Zusammenhang hat Elsewedy als Teil seines CSR-Programms die Elsewedy Technical Academy ins Leben gerufen. Das soeben in Ägypten eingeführte Projekt basiert auf dem deutschen System der dualen technischen Ausbildung, welches Theorie und Praxis in einer Berufsschule und im Betrieb kombiniert. Im Jahr 2016 nahmen 357 Studierende an der modernen kostenlosen Fachausbildung teil. Im Jahr 2017 dürften es 1700 Teilnehmer gewesen sein. Bis 2021 wird das Programm auf mehrere afrikanische Länder ausgeweitet, womit die Zahl der Studierenden voraussichtlich auf 10'000 steigen wird.



Film ansehen: [Klick auf das Bild](#)

«Elsewedy steigt in der Wertschöpfungskette immer höher»

Ahmed El Sewedy im Gespräch mit Malek Bou-Diab über erfolgreiche Projekte, grosse Herausforderungen und Visionen.

Wie hat Elsewedy dazu beigetragen, die Energiekrise in Ägypten zu lösen?

Ahmed El Sewedy: Elsewedy hatte grossen Anteil daran, dass im Rahmen der so genannten „Fast-Track“-Projekte der Regierung neue Stromkapazitäten der Kraftwerke Ataka und Mahmoudia in Höhe von 1000 MW ins Stromnetz eingespeist wurden. Innerhalb einer Rekordzeit von 159 Tagen und nach 1.87 Millionen geleisteten Arbeitsstunden war es Elsewedy und seinem Partner Siemens gelungen, die erste Gasturbine mit einer Leistung von 160 MW an das nationale Stromnetz anzuschliessen. Ausserdem stellten wir das gesamte Ataka-Projekt (650 MW) sechs Monate früher als geplant fertig. Darüber hinaus baut Elsewedy im Rahmen eines Gemeinschaftsunternehmens mit Siemens in Beni-Suef das weltgrösste Kombikraftwerk mit einer Leistung von 4.8 GW im Wert von EUR 2 Mrd. Ferner sind wir sehr aktiv im Bereich der Stromverteilung, wo wir am Bau zahlreicher Umspannwerke und Übertragungsleitungen beteiligt sind.

Über welche Wettbewerbsvorteile verfügt Elsewedy Electric in der MEA-Region?

Elsewedy steigt in der Wertschöpfungskette immer höher. Wir haben unsere Fähigkeit unter Beweis gestellt, komplexe Projekte unter schwierigen Bedingungen in Rekordzeit durchzuführen. Des Weiteren verfügen wir neben sehr guten Referenzen von namhaften internationalen Akteuren, wie etwa Siemens, General Electric und Marubeni, über eine starke und solide Bilanz. In Angola sicherten wir uns gemeinsam mit General Electric den Zuschlag für den Bau eines Kraftwerksprojekts mit einer Leistung von 500 MW im Wert von USD 480 Mio. Zudem bestehen gute Aussichten, dass wir mit der Durchführung von Projekten in der GCC-Region beauftragt werden.

Wie beurteilen Sie Ägypten als Produktionsstandort für Ihr Unternehmen?

Wir fertigen unsere Hochspannungskabel in Ägypten, das als Produktionsstandort in der MEA-Region einzigartig ist. Seit der Kursfreigabe des ägyptischen Pfunds konnten wir unsere Wettbewerbsfähigkeit sogar noch steigern und möchten auch Kabel nach Europa exportieren, vor allem nach Grossbritannien, Italien und Frankreich. Ägypten sehen wir als Drehscheibe für den Export von Spezialkabeln mit hohem Mehrwert und werden möglicherweise in weitere Produktionsstätten vor Ort investieren, da die Kapazitäten unserer Fabriken bereits voll ausgelastet sind. Wir produzieren in Ägypten zudem Prepaid-Stromzähler, die sehr gute Exportmöglichkeiten innerhalb Afrikas bieten. Die Fertigung intelligenter Stromzähler, die vorwiegend auf den europäischen Märkten verkauft werden, erfolgt nach wie vor durch unsere slowenische Tochtergesellschaft Iskraemeco.

Was waren die grössten Herausforderungen der vergangenen zehn Jahre?

Nach dem Börsengang verfolgten wir eine aggressive Expansionsstrategie, in deren Rahmen wir neue Märkte erschlossen und etwa 20 neue Produktionsstätten bauten. Der damit verbundene Aufwand hat unsere Finanzressourcen und Managementkapazitäten arg strapaziert. Wir haben gelernt, uns stärker auf unsere Kernaktivitäten zu konzentrieren: Drähte und Kabel, Transformatoren, Energiemessung und -management sowie schlüsselfertige Lösungen. Zudem werden wir in Zukunft bei der Wahl unserer Akquisitionen selektiver vorgehen.

Was genau ist die Elsewedy Technical Academy und welche Ziele verfolgt sie?

Elsewedy Electric gründete 2011 die „Elsewedy Technical Academy“ (STA). Ihr Angebot umfasst eine dreijährige Berufsausbildung im Sekundärbereich, in deren Rahmen Teilnehmer eine auf die wichtigen Industriezweige zugeschnittene technische Fachausbildung erhalten, die neusten internationalen Standards entspricht. Unsere Bildungsprogramme basieren auf dem angesehenen deutschen System der dualen Ausbildung, die Theorie und Praxis miteinander verknüpfen. Es handelt sich dabei um einen komplementären Lernweg, der an zwei Orten stattfindet, nämlich in der Berufsschule und im Ausbildungsbetrieb. Unser Ansatz legt besonderen Wert auf modernes E-Learning und fördert gleichzeitig die innovativen Fähigkeiten und das unternehmerische Denken der Auszubildenden. Bis 2021 möchten wir die Anzahl unserer Akademien in Ägypten und im Ausland auf zehn und die Anzahl der auszubildenden Fachkräfte, die den Bedürfnissen einer Vielzahl von Arbeitgebern gerecht werden, auf 10'000 vergrössern.

Biografie Ahmed El Sewedy



Ahmed El Sewedy
Präsident und Chief
Executive Officer von
Elsewedy Electric S.A.E.

Ahmed El Sewedy ist Präsident und Vorstandsvorsitzender von Elsewedy Electric S.A.E. Er übernahm 1986 die Führung des sich im Besitz seiner Familie befindlichen Unternehmens Arab Cables Co. Das Unternehmen, das inzwischen unter dem Namen Elsewedy Electric S.A.E. firmiert, besitzt mittlerweile mehr als 30 Produktionsstätten in 16 Ländern und beschäftigt über 14 000 Mitarbeiter. Es verfügt über ein breites Sortiment an qualitativ hochwertigen und erprobten Produkten, die es in mehr als 110 Länder exportiert (Afrika, Mittlerer Osten, Europa und Fernost). Ahmed El Sewedy gelang es, den Wert des Unternehmens fast zu verdundertfachen. Mittlerweile ist Elsewedy Electric S.A.E. an der Börse in Kairo kotiert und hat eine Marktkapitalisierung von etwa USD 1.9 Mrd. Ahmed El Sewedy erwarb 1986 seinen Abschluss als Bachelor of Science in Elektrotechnik an der Universität Kairo und ist seit nunmehr fast 30 Jahren in der Strom- und Energiewirtschaft tätig. Er absolvierte im Anschluss an das Studium mehrere Programme für Unternehmensführung und -management. Ausserdem ist er Mitglied mehrerer Berufsverbände und als Gastredner auf zahlreichen Konferenzen aufgetreten.

BB African Opportunities – Baustein zur Optimierung des Emerging-Markets-Portfolios

Der BB African Opportunities investiert in liquide börsennotierte Unternehmen in den aufstrebenden Märkten Afrikas. Dabei bevorzugt das Portfoliomanagementteam Unternehmen in den Ländern Nordafrikas und der Sub-Sahara-Region. Der Fonds zeichnet sich durch ein attraktives Risiko-Rendite-Profil aus.

Fünf gute Gründe

1 Afrika – ein noch weitgehend unberührter Kontinent mit attraktivem Wachstumspotenzial	2 Struktureller Wandel, Reformen, Rohstoffvorkommen und Infrastrukturinvestitionen – die primären Wachstumstreiber	3 Geringe Korrelation, insbesondere auch im Vergleich zu den Aktienmärkten anderer Schwellenländer	4 Verwaltet von Spezialisten, die aus der Region stammen und mit den lokalen Besonderheiten bestens vertraut sind	5 Afrika-Kompetenz mit Leistungsausweis – das Team verfügt über einen kompetitiven Track Record
---	--	--	---	---

Erfahrene Afrika-Spezialisten mit regionaler Verankerung

Unsere Frontier-Markets-Experten verfügen über mehrjährige Erfahrung in der Verwaltung von afrikanischen Aktienstrategien und zählen zu den Pionieren bei der Erschließung von Nord- und Sub-Sahara-Aktienmärkten. Persönliche Vertrautheit mit den lokalen Besonderheiten, enge Vernetzung mit lokalen Unternehmen, Behörden und Handelskammern, ein mehrjähriger Erfolgsausweis in dieser Region sowie ein vergleichsweise risikobewusster Anlageansatz zeichnen unser New Markets Team aus.



Malek Bou-Diab
Lead Portfolio Manager



Andy Gboka
Portfolio Manager



Jean-Pierre Gerber
Produktspezialist

Fonds-Fakten

BB AFRICAN OPPORTUNITIES (B-EUR)

Investment Manager	Bellevue Asset Management
Rechtsform	Luxembourg, UICTS IV SICAV
Lancierung	30. Juni 2009
Performance seit Start	59.2% (per 31.12.2017)
Volumen per 31.12.2017	EUR 67.9 Mio.
Management Fee	1.60%
ISIN-Nummer	LU0433847240

Interessiert an weiterführenden Informationen?

Wir stehen Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung

T +41 44 267 67 00

info@bellevue.ch

Bellevue Asset Management AG

Seestrasse 16
CH-8700 Küsnacht
T +41 44 267 67 00
info@bellevue.ch

www.bellevue.ch/bbafrican