

CPH muss wohl wertberichtigen

SCHWEIZ Das Marktumfeld des Papierherstellers bleibt schwierig.

CPH N Der Chemie- und Papierhersteller CPH hat mit 2013 erneut ein schwieriges Jahr hinter sich gebracht. Der Umsatz ist 1,6% auf 481 Mio. Fr. gefallen. Die Sparte Papier hat 2,8% auf 306 Mio. Fr. eingebüsst. Aus diesem Geschäftsverlauf heraus rechnet CPH mit einem Betriebsverlust von 27 bis 29 Mio. Fr. (2012: -22 Mio. Fr.), womit sie nun schon das vierte Jahr mit Verlust abschliesst. Entsprechend drängt sich die Frage nach der Werthaltigkeit der Anlagen auf. CPH sieht einen Abschreibungsbedarf von 240 bis 270 Mio. Fr. sowohl im Papier- als auch im Chemiegeschäft, wobei das Papiergeschäft mit der 2008 teuer angeschafften Papiermaschine (für über 500 Mio. Fr.) Probleme bereitet. Immerhin ist CPH dank der neuen Maschine hochproduktiv und erwirtschaftet einen Cashflow, sodass kaum Liquiditäts- oder Eigenkapitalprobleme drohen. Die Börse hat den Abschreiber, der im Frühling konkretisiert wird, schon längst weggenommen. Die Titel notieren weit unter dem ausgewiesenen Eigenkapitalwert, der per Ende 2012 noch 2360 Fr. pro Aktie ausmachte. **AM**

AFG-Umbau fast geschafft

SCHWEIZ Der Bauausrüster veräussert das Küchengeschäft an Alno.

Die AFG Arbonia-Forster-Holding veräussert das wenig profitable Küchengeschäft mit den Marken Piatti und Forster Stahlküchen an Alno. Der Käufer gehört zu den führenden deutschen Küchenherstellern und will Piatti und Forster Stahlküchen ausbauen. Der Bereich, der auf einen Umsatz von etwa 200 Mio. Fr. kommt, arbeitet derzeit operativ bestenfalls ausgeglichen. Ein Verkaufspreis wurde nicht genannt, die Bank Vontobel schätzt ihn auf 30 bis 35 Mio. Fr.

Die AFG ist mit Piatti und Forster Stahlküchen nur in der Schweiz aktiv und somit Importkonkurrenz ausgesetzt. Der Wegfall des Bereichs wird der Gruppe helfen, die Zielvorgaben 2015 (Ebit-Marge mindestens 8%) zu erreichen. Entscheidend ist, dass die Portfoliovereinbarung nun nahezu abgeschlossen ist. Zur Disposition steht nur noch die – schwierig zu verkaufende – Oberflächentechnologie. Expansionspläne hegt AFG seit längerem im Bereich Lüftung und will 2014 liefern. Im Aktienkurs sind bereits viele gute Nachrichten enthalten. Die Meldung über den Verkauf des Küchengeschäfts hatte am Freitag kaum Einfluss. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 16, basierend auf der FuW-Schätzung für 2014 von 2.20 Fr. je Aktie, sind die Titel nicht günstig. Auf lange Sicht, mit Blick auf Gewinnsteigerungspotenzial für 2015, gehören sie aber ins Depot.

FuW ändert das Rating der AFG aufgrund der umfassenden Erneuerung und Portfoliovereinbarung von «B» auf «B+» für das Kriterium Wachstum und von «B» auf «A-» für Investor Relations. Für Transparenz bleibt es auf «B+». **BA**

Arbonia-Forster N

— Arbonia-Forster N — SPI-Gesamtindex angeglichen

Kurs 17. Januar in Fr. **35.20**

Rendite 2013¹⁾ in % 0,7

KGV 2014 16

Börsenwert in Mio. Fr. 609

Jahreshoch 2013/14 35.20

Jahrestief 2013/14 23.05

Valoren-Nr. 11 024 060

^{1) Schätzung}

FuW-Rating

B Wachstum **A-** Aktionärsbeziehungen **B+** Transparenz

Quelle: Thomson Reuters / FuW

Patentklagen sind Kudelskis Joker

SCHWEIZ Der Verschlüsselungsspezialist trifft im Ringen mit Netflix auf mächtige Gegner, kommt aber nicht darum herum.

DIETEGEN MÜLLER, Frankfurt

Es war der 19. Dezember 2012, als der Westschweizer Verschlüsselungsspezialist Kudelski ein neues Kapitel aufschlug. An diesem Tag reichte die Tochter OpenTV vor einem Gericht in Delaware (USA) Klage auf Patentverletzung gegen den US-Konzern Netflix ein. Netflix ist ein junger Riese im Digitalmarkt und ist in den USA Marktführer in Onlinevideodiensten (Video-Streaming). Wohl in weiser Voraussicht hat OpenTV im Herbst 2013 zusätzlich vor dem Distriktsgericht in Den Haag eine Klage gegen Netflix deponiert. Wie diese Woche kolportiert wurde, nimmt Netflix nun in Europa auch den deutschen Markt ins Visier.

Für die Westschweizer steht viel auf dem Spiel: Der Schritt ist Teil einer vor bald zwei Jahren angekündigten Initiative, den Wert geistigen Eigentums – gut 4000 Patente – besser als Erlösquelle zu nutzen. Auch dürfte es um die Positionierung der eigenen Technologien im sich rasant wandelnden Umfeld gehen, in dem Multimedia-Inhalte und Fernsehen digital auf unterschiedliche Endgeräte wandern (vgl. Grafik). Ende April 2012 hat sich Kudelski dazu eigens den Patentrechtsexperten Joe Chernesky ins Boot geholt. Chernesky

hatte 2003 nahe San Francisco die auf Patentrecht spezialisierte Boutique IPotential mitgegründet, schied dort aber im Zwist mit seinem Partner Ende 2009 aus. Als Senior Vice President Intellectual Property ist er heute für die Durchsetzung von Kudelskis Patentrechten zuständig. Um die Netflix-Klage ist es zwar ruhig geworden, doch Lizenzrechte auf geistiges Eigentum sind im Digitalmarkt ganz allgemein essenziell – Investoren sollten ein waches Auge darauf haben.

Schlüsseltechnologien

Über die Erfolgsaussichten der Klagen lässt sich nur spekulieren. Kudelski äussert sich dazu nicht, betont aber, das Portfolio umfasse «Schlüsseltechnologien im Bereich Digitalfernsehen und öffentliche Zugangskontrollen». Die «Innovationskultur» ermögliche es, Produkte zu entwickeln, die auch den Markt «definieren». Es geht also womöglich um für den ganzen Digital-TV-Markt wichtige Fragen.

Over-the-Top-Anbieter wie Netflix greifen auf Vorleistungen von Internetanbietern und Netzbetreibern sowie Inhalteproduzenten zurück. Diese können bestehende oder potenzielle Kunden von Kudelski sein. Sicherh die Westschweizer

hier ihr Know-how juristisch ab, ist nicht nur zusätzlicher Erlös etwa aus möglichen neuen Lizenzvereinbarungen denkbar, sondern könnte es auch gelingen, in der Digitalisierung der Wertschöpfungskette die eigene Position zu stärken.

So dürfte etwa abzuklären sein, ob die von Netflix-Kunden installierte Software für Video-Streaming Patente von OpenTV verletzt oder nicht. Die lange Wertschöpfungskette von der Erstellung eines Inhalts bis zu dessen Nutzung durch den Endkunden ist wohl eines der heissen Eisen der Internetindustrie: Wer muss für das Management der damit verbundenen digitalen Rechte entschädigt werden? Je nachdem, wie der Rahmen gesteckt wird, kann sich dank Skaleneffekten hier ein grosses Erlöspotenzial aufbauen oder können Geschäftsmodelle in Frage gestellt werden.

Kudelski riskiert also einiges, kann aber auch viel gewinnen. Es bedarf wohl der Gratwanderung, dabei nicht den Goodwill potenzieller Kunden zu strapazieren. Kudelski holt dabei im Grunde nur nach, was Wettbewerber längst tun. Wie ernst die Klage gegen Netflix zu nehmen ist, zeigt sich daran, dass der Netzwerkkriese Cisco – mit NDS direkter Konkurrent von Kudelski – seit Januar 2013 gegen OpenTV

juristisch vorgeht – Goliath gegen David. Cisco begründet die Klage, die eigenen Kunden – etwa Anbieter wie Netflix – sollten vor dem Vorwurf von OpenTV, Patente zu verletzen, geschützt werden. Cisco behauptet umgekehrt, OpenTV würde in den USA mit dem Verkauf von OpenTV-Middleware-Produkten an Kabelnetzbetreiber einige Cisco-Patente verletzen. Dabei gehe es etwa um eine Vorrichtung, die die Verschlüsselung und Entschlüsselung und die Nutzung von Premium-Inhalten ermöglichte, oder um die Übertragung von Funktionalitäten in verschiedene Räume. Kudelski sagt auf Anfrage, der Verkauf von OpenTV-Middleware in den USA sei nicht tangiert. Auch glaube man, substantielle Argumente zur Verteidigung zu haben.

Netflix und Cisco wollen die Verhandlungen in den USA nun vor ein Geschworenengericht bringen. Der auf Technologielizenzrecht spezialisierte Zürcher Anwalt Daniel Ronzani sagt auf Anfrage, ohne konkret diese Fälle zu kommentieren, in einem Jury-Trial-Verfahren nach angelsächsischem Recht würden zum Teil ganz andere Anreize gelten als im kontinentaleuropäischen Rechtssystem. Dies könnte sich, so Ronzani, auch auf die Höhe der Anwaltsgehälter und der Lizenzzahlungen auswirken. Manchmal, fügt er an, könnten Patentklagen auch nur dazu dienen, den Verhandlungsdruck für Nutzungsgebühren (Royalty Fees) zu erhöhen oder den Weg für Cross-Licensing-Kooperationen zu ebnen.

Ein wichtiges Blatt im Poker

Patentverfahren können Jahre dauern und Ressourcen verschlingen, wenn grosse, finanzstarke Unternehmen auf der Gegenseite stehen. Andererseits bestehen auch Chancen, selbst wenn nur aussergerichtliche Vereinbarungen erzielt würden. Zum möglichen Erlöspotenzial der Patentmonetarisierungsstrategie äussert sich Kudelski nicht. Eine Einschätzung ist für Aussenstehende nicht sinnvoll, und auch Analysten sind vorsichtig. ZKB-Analyst Andreas Müller baut darauf keine Prognose auf, wie er auf Anfrage sagt.

Für Investoren stellen Patentrechte trotzdem ein wichtiges Blatt im Poker in die Marktposition dar. Zieht Kudelski geschickt, dürfte dies dem Kurs Impulse geben. Das operative Geschäft bleibt dabei wohl schwierig. Das Management muss zeigen, wie das Geschäft dauerhaft die Kapitalkosten verdient. Diese Unsicherheit spiegelt sich in der im historischen Vergleich moderaten Bewertung. Für risikofähige Investoren ist dies eine Einladung, auf eine Höherbewertung zu setzen.



Einige der mehr als 4000 Patente von Kudelski könnten künftig eine neue, noch nicht ausgeschöpfte Erlösquelle darstellen.

Patenterlös vergoldet die operativen Margen

Nokia

— Kurs: 5.86 € — OMX Helsinki 25 angeg.

Quelle: Thomson Reuters / FuW

Wer seine Patentrechte durchsetzen und in Lizenzverträge ummünzen kann, steht vor einem Geldregen. **Es winken hohe Margen**, wenn sich regelmässige Langfristzahlungen vereinbaren lassen, die mit wenig administrativem Aufwand verbunden sind. Gerade die Kommunikationsbranche kann ideal dafür sein, wenn sich Gebühren im Promille- oder Prozentbereich auf Millionenbeträge summieren.

Ins Licht rücken Patentstreitigkeiten aber meist nur, wenn sie vor Gericht kommen. Viele Verfahren laufen in den USA. **Der 2011 beschlossene Leahy-Smith America Invents Act soll dabei Grenzen setzen.** Er zielt auf «Patent Trolls», denen der technologische Gehalt eines Patents egal ist. Die Definition eines Trolls ist aber schwierig, auch klagefreudige Riesen wie Apple hören solche Vorwürfe. Gerichtsurteile können durchaus Katalysatorwirkung haben. 1984 hat etwa erst ein Urteil den Boom des Heimvideomarktes begründet.

Auch Kudelskis Klage gegen Netflix (vgl. Text oben) hat für den Digital-TV-Markt Strahlkraft. Müsste der schnell wachsende Online-Videodienst Netflix mehr für Vorleistungen Dritter zahlen, würde seine eher dünne Marge geschwächt. Unabhängig da-

von hat diese Woche ein US-Berufungsgericht den US-Festnetzbetreibern den Rücken gestärkt, die höhere Preise oder Beschränkungen für starke Nutzer wie Netflix durchsetzen wollen.

Qualcomm

— Kurs: 74.72 \$ — Nasdaq 100 angeglichen

Quelle: Thomson Reuters / FuW

Für Konzerne mit grossen Forschungs- und Entwicklungsabteilungen gehört die Durchsetzung von Patentrechten längst zum Alltag. Daraus sprudeln teils erkleckliche Summen. Führend ist gemäss der US-Investmentbank J.P. Morgan etwa **Qualcomm, die den Lizenzlös von 2001 bis 2012 jährlich 21% gesteigert hat.** 2012 hat der Handyhersteller daraus rund 6,5 Mrd. \$ Umsatz und eine operative Marge (Ebit) von über 80% erzielt. Einen hohen Lizenzlös erhofft sich auch Nokia. Die Finnen halten trotz des Verkaufs der Handysparte an Microsoft weitere wichtige Patente in drahtloser Kommunikation, Bildbearbeitung und Lokalisierungsdiensten. Das umfangreiche Portfolio soll nun aktiver bewirtschaftet werden. 2012 hat Nokia (ohne Nokia Siemens Networks) 643 Mio. \$ aus Patenterlösen eingenommen, wie J.P. Morgan errechnet hat. **Die Investmentbank hält für 2018 Tantiemen aus Patenten von 2,8 Mrd. € (Stufe Ebit) für möglich, 17,9% des Umsatzes.** Nokias Ausgangs-

lage ist gut: In einem Patentstreit mit dem taiwanesischen Handyhersteller HTC hat sich das Münchner Landgericht auf die Seite des Netzausrüsters geschlagen.

Tivo

— Kurs: 13.24 \$ — Nasdaq 100 angeglichen

Quelle: Thomson Reuters / FuW

Näher an Kudelskis Markt ist Tivo, die Digitalvideorekorder und Software zur Nutzung von Videoinhalt herstellt. Tivo profitiert vom Kundenzulauf zu Streaming-Plattformen wie Netflix. Wichtige Kunden sind auch Comcast, Virgin Media und Ono (Spanien). **Tivo setzt erfolgreich auf Patent Enforcement:** 2011 hat die Gruppe einen seit 2004 laufenden Streit beigelegt und sich mit dem Pay-TV-Riesen Dish und dem Satellitenbetreiber EchoStar (Dish nahestehend) über die Zahlung von 500 Mio. \$ an Tivo geeinigt.

Auf Patentrechte-Monetarisierung setzt auch der Software- und Kopierschutzanbieter Rovi, der Provider wie AT&T, Dish oder Sky, Hersteller wie Philips, Logitech und Sony und Over-the-Top-Anbieter wie Facebook oder Spotify bedient. **Rovi zog gegen Netflix, Amazon und Roku vor Gericht** in der Frage, ob Onlinevideanbieter für Rovi-Patente zahlen müssen, wenn sie nicht den Program Guide von Rovi nutzen wollen. Im Fall Netflix wandte sich das Blatt vorerst gegen Rovi. **DM**

Kudelski I

— Kudelski I — SPI-Gesamtindex angeglichen — Cisco angeglichen — Netflix angeglichen

Kurs 17. Januar 2014 in Fr. **13.60**

Rendite in % 1,5

Kurs-Gewinn-Verhältnis 2013¹⁾ 17

Börsenwert in Mio. Fr. 731

Valoren-Nr. 1226 836

^{1) Schätzung}

Quelle: Thomson Reuters / FuW

Prognose Multiscreen-TV-Nutzung

■ Direktzugang ■ Satellit ■ IP-TV ■ Kabel

in Mio. Abonnenten

Quelle: Rovi/In-Stat 2012 / Grafik: FuW, sk