

---

# Aktien erklimmen die Wand der Sorgen

Anlagebericht – 31. Dezember 2021



## Aktien erklimmen die Wand der Sorgen

Einen fulminanten Schlusspurt haben die westlichen Aktienbörsen im vierten Quartal hingelegt, wogegen die asiatischen Märkte über ein Dahindümpeln nicht hinwegkamen. Alles in allem können die Anlegerinnen und Anleger auf ein sehr erfreuliches Börsenjahr zurückblicken, in welchem sich eine hohe Aktiengewichtung und die Untergewichtung festverzinslicher Papiere erneut bezahlt gemacht haben.

Gleich zwei altbekannte Börsenweisheiten haben sich im vierten Quartal erneut bewahrheitet, nämlich «Haussen lieben es, die Wand der Sorgen zu erklimmen» und «An den Börsen wird die Zukunft» gehandelt. Zum ersten Bonmot: An Sorgen hat es im letzten Dreimonatszeitraum des Jahres wahrlich nicht gemangelt. Das Hochschieszen der Inflation als Folge von Knappheitserscheinungen bei Material und Personal, das Anrollen der nächsten Corona-Welle, verschärft noch durch die neue Omikron-Variante des Virus, sowie der russische

Truppenaufmarsch an der Grenze zur Ukraine haben das Sorgenbarometer rund um den Erdball in die Höhe getrieben.

Offensichtlich aber sah die Investorengemeinschaft mit grosser Zuversicht durch diese Mauer der Sorgen hindurch und hat – und damit sind wir bei der zweiten Weisheit angelangt – hinter dem Wall eine rosige Zukunft gesichtet. Wieweit die Rekordstände an verschiedenen Aktienbörsen die erwartete Schönwetterlage schon eingepreist haben, ist natürlich eine andere Frage, welche schwierig zu beantworten ist.

### Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang Jahr:

		Dez. 2020	Dez. 2021	Veränderung
Asien ex Japan	MSCI AC Asia ex Japan	636.9	606.8	-4.7%
Europa	DJSTOXX 600	879.6	1'098.7	24.9%
Japan	MSCI Japan	2'237.3	2'538.1	13.4%
Schweiz	SPI	13'327.9	16'444.5	23.4%
USA	MSCI USA	10'520.8	13'304.1	26.5%
Welt	MSCI AC Welt Index	8'008.5	9'755.7	21.8%
Hedge Funds	HFRX Global HF	1'380.5	1'430.9	3.7%

Indexentwicklung in lokaler Währung. Ausnahmen Asien ex Japan und Welt in USD. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

Tatsächlich aber gibt es einige Argumente, welche einen gewissen Optimismus rechtfertigen. Da ist einmal das weiterhin hohe Wirtschaftswachstum. Zwar könnte die Expansion im soeben beendeten wie auch im neuen Jahr laut den neusten Schätzungen der von «Bloomberg» befragten Ökonomen (siehe Tabelle «Durchschnittliche Wachstums- und Inflationsprognosen der von ‚Bloomberg Composite Forecast‘ befragten Ökonomen») nun zum Teil etwas unter den früheren Schätzungen ausfallen.

Die Pandemie ist eben doch noch nicht vorbei und sorgt erneut für Bremsspuren. Bei den Unterschieden in den Schätzungen zum Ende des dritten Quartals 2021 handelt es sich aber nur um Marginalien.

### Konjunktur weiterhin dynamisch

Gerade beim Wirtschaftswachstum sind Prognosen sowieso immer mit grossen Unsicherheiten behaftet, und selbst die gemeldeten Werte der Vergangenheit werden später oft revidiert, teilweise mehrfach. Um die Probleme bei Vorhersagen wusste angeblich auch Mark Twain, der formuliert haben soll: «Prognosen sind schwierig, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen.»

Doch zurück zur nüchternen Arbeit der Konjunkturforscher. Während 2022 also recht dynamisch verlaufen sollte – die erwartete reale Entwicklung liegt sowohl in den USA wie in Europa über dem langfristigen Trend – zeigen sich für 2023 die Wolken einer deutlich langsameren Gangart am Horizont. Ganz grob geschätzt könnten sich die Wachstumsraten in den etablierten Industrienationen dann gegenüber denen des Jahres 2022 etwa halbieren. Dieses Szenario liegt heute allerdings noch in weiter Ferne, und im Übrigen: Was sagte schon wieder Mark Twain?

Werte leben.

**Vermögensverwaltung  
ist Vertrauenssache.**

Durchschnittliche **Wachstums- und Inflationsprognosen** der von «Bloomberg Composite Contributor Forecast» befragten Ökonomen:

	Reales BIP Wachstum		Kern-Teuerung	
	2021	2022	2021	2022
China	8.0%	5.2%	1.0%	2.2%
Deutschland	2.8%	4.1%	3.1%	2.7%
EU	5.4%	4.3%	2.6%	2.8%
Grossbritannien	6.9%	4.8%	2.5%	4.0%
Japan	1.8%	2.9%	-0.2%	0.7%
Schweiz	3.5%	2.9%	0.5%	0.7%
USA	5.6%	3.9%	4.7%	4.4%

Die guten Konjunkturprognosen implizieren für die Unternehmen also weiterhin ein günstiges Betätigungsfeld. Die Staus in den Lieferketten dürften sich im neuen Jahr – von Ausnahmen abgesehen – eher abschwächen oder auflösen, die pandemiebedingten Einschränkungen vermutlich ebenfalls, zumindest in der Tendenz.

Auf beiden Seiten des Atlantiks verfügen die Verbraucherinnen und Verbraucher über ansehnliche Ersparnisse, welche den Konsum unterstützen können. Für eine gute Spendierlaune sprechen auch die vielerorts angespannten Arbeitsmärkte.

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben über das Jahr die folgenden Renditen erzielt und ihre Benchmarks teilweise geschlagen:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	-3.4%
Barings ASEAN Frontiers Equities (USD)	13.3%
GAM Japan Stock Fund (CHF hedged)	10.2%
GAM Japan Stock Fund (€ hedged)	10.4%
Strategy Certificate SIM – Swiss Stock Portfolio Basket	18.4%
iShares Core SPI ETF (CHF)	23.3%
iShares Stoxx Europe 600 ETF (€)	24.8%
Performa European Equities (€)	21.0%
Performa US Equities (USD)	24.4%
BB Adamant Medtech & Services Fund (CHF)	20.4%
BB Adamant Medtech & Services Fund (€)	25.7%
BB Adamant Medtech & Services Fund (USD)	16.8%

Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

Und last but not least verfolgen die Notenbanken noch immer eine sehr lockere Geldpolitik. Zwar gelten in den USA erste Zinserhöhungen im neuen Jahr als sicher, doch die Dosis dürfte vorderhand gut verdaulich sein. In Europa gibt es dagegen kaum Anzeichen, dass die Europäische Zentralbank (EZB) bald von der gegenwärtigen, sehr lockeren Politik abrücken will bzw. kann. Die grosse Staatsverschuldung steht ihr diesbezüglich massiv im Weg, denn in gewissen wichtigen Ländern der Euro-Zone wie etwa Italien würden höhere Leitzinsen unweigerlich zu Problemen führen, welche weit über die Landesgrenzen hinaus spürbar wären.

#### Börsen stecken Inflations Sorgen weg

Damit sind wir indes auch beim «aber» angelangt. Der Kickstart der Konjunktur gepaart mit gewissen Sonderfaktoren wie den Lieferengpässen und den steigenden Energiepreisen haben die Inflation sprunghaft ansteigen lassen. In den USA ist der Index der Konsumentenpreise im November im Vergleich mit dem entsprechenden Monat des Vorjahrs um 6,8% gestiegen. Die Teuerung war damit so hoch wie seit 1982 nicht mehr.

Haupttreiber waren die Energiepreise mit einem Anstieg um 33%, wobei Heizöl und Benzin mit je

rund 58% überdurchschnittlich stark zu Buche schlugen. Aber auch Autos kosteten die Konsumenten im zweistelligen Bereich mehr als vor Jahresfrist. Die Kern-Inflation, welche ohne Nahrungsmittel und Energie berechnet wird, hat bis Ende November im Zwölfmonatsvergleich 4,9% zugelegt.

In der Euro-Zone ist die gesamte Teuerung im Dezember auf 5% geklettert. Auch in der alten Welt gab es einen solchen Sprung seit der Einführung der Gemeinschaftswährung vor 20 Jahren nicht mehr. Die Kern-Rate lag zuletzt indes bei weniger dramatischen 2,6%. In der Schweiz ist die gesamte Inflation im Dezember auf 1,5% geklettert, die Kern-Rate lag bei 0,8%.

Die Börsen haben die Inflations Sorgen bislang locker weggesteckt. Man schielt bereits auf ein Abflachen der Teuerungskurve, welche nach heutiger Einschätzung ab dem zweiten oder dritten Quartal 2022 sichtbar werden sollte.

Dazu kommt, dass Aktien als Anlageinstrumente auch in inflationären Zeiten per se gut geeignet sind. Mit steigenden Preisen nehmen in der Regel auch Umsätze und Gewinne der Unternehmen zu, was wiederum erlaubt, steigende Dividenden auszuschütten. Die in den Firmen steckenden Realwerte wie beispielsweise Immobilien werden ebenfalls wertvoller. Aktien sind damit gegenüber

Obligationen auch in Zeiten einer mässigen Inflation im Vorteil.

**Andere von uns eingesetzte Fonds** haben sich wie folgt entwickelt:

Acatis IfK Value Renten Fond (CHF hedged)	1.6%
Acatis IfK Value Renten Fond (€)	1.9%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (CHF hedged)	6.0%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (Euro hedged)	6.1%
BCV Liquid Alternative Beta Fund (USD)	7.3%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (CHF hedged)	1.7%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (€ hedged)	2.0%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (USD)	2.8%
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	-1.0%
Pictet CH-CHF Bond Fund	-2.3%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (CHF hedged)	-0.7%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (€ hedged)	-0.6%
ZKB ETF Gold (USD)	-4.5%

Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

#### Fazit: Aktien vor Obligationen

Eine zu jeder Zeit grosse Unbekannte für die Zukunft der Finanzmärkte ist die Politik. So hat auch die aktuelle Lage Potenzial, den Anlegerinnen und Anleger die Freude am Investieren zu vergällen. Man denke etwa an die chinesischen Drohgebärden gegenüber Taiwan, an den russischen Truppenaufmarsch an der ukrainischen Grenze oder an das Dauerthema Atomstreit mit Iran, um nur einige der Unwägbarkeiten zu nennen.

Auch hier sind Vorhersagen schwierig, um nicht zu sagen unmöglich (Mark Twain lässt wiederum grüssen), weshalb wir als professionelle Vermögensverwalter mit steter Wachsamkeit, fundierter Finanzanalyse und breiter Diversifikation jederzeit eine Portfoliozusammensetzung sicherstellen, welche gleichermassen solide wie flexibel ausgerichtet ist. Aktuell bedeutet dies eine leichte Übergewichtung von Aktien, eine Untergewichtung bei Obligationen sowie das Festhalten an den bewährten Quoten in Gold und alternativen Anlagen. Mehr dazu in den folgenden Abschnitten der Asset Allokation.

#### Asset Allokation

An den Sitzungen des Anlagekomitees haben wir die folgende Asset Allokation eines ausgewogenen Schweizer-Franken-Portfolios mittlerer Risikostufe ohne kundenseitige Einschränkungen beschlossen. Mandate in anderen Referenzwährungen weisen teilweise abweichende Veränderungen und Gewichtungen auf.

#### Geldmarkt

Die Quote liegt im Bereich einer neutralen Gewichtung. Im vergangenen Quartal haben keine aktiven Veränderungen stattgefunden. Eine Rendite gibt es in dieser Anlageklasse bekanntlich schon lange nicht mehr. Nichtsdestotrotz braucht es die Anlageklasse, dient sie doch als Puffer gegen Wertschwankungen in anderen Kategorien und als Reserve, um gegebenenfalls rasch auf sich bietende Opportunitäten reagieren zu können.

#### Obligationen

Auch in den Obligationenpositionen hat keine aktive Veränderung stattgefunden. Die aktuelle Gewichtung festverzinslicher Papiere liegt unverändert unterhalb der langfristigen strategischen Quote. Gestaffelte, nicht zu lange Laufzeiten bleiben das Gebot der Stunde, desgleichen eine gute Streuung der Kreditqualitäten.

*Werte pflegen.*

**Transparente und bankenunabhängige Vermögensverwaltung.**

Seit Jahresbeginn haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** überall erhöht:

	Dez. 2020	Dez. 2021	Veränderung
Europa	-0.57%	-0.18%	68%
Grossbritannien	0.20%	0.97%	385%
Japan	0.02%	0.07%	250%
Schweiz	-0.55%	-0.14%	75%
USA	0.91%	1.51%	66%

### Aktien Schweiz

Schweizer Aktien erlebten ein erfreuliches viertes Quartal, welches die Delle aus dem Spätsommer mehr als ausgebügelt hat. Und das Jahr kann sich erst recht sehen lassen. Brachte der letzte Dreimonatszeitraum dem Swiss Performance Index (SPI) noch ein Plus von 9,3%, so sind es für das ganze Jahr ansehnliche 23,4%. Unser nach Value-Kriterien zusammengestelltes «Swiss Stock Portfolio» (SSP) vermochte nicht ganz mitzuhalten und schloss das Jahr 2021 mit einem Plus von 20,3% ab. Die Zahlen verstehen sich als Gesamtertrag, also Kursveränderungen plus allfällige Dividenden.

Nebst den Index-Schwergewicht Nestlé (Jahresperformance 25,4%) wussten im Portfolio über das Jahr gesehen Sonova (+57%), Swiss Life (+42%)

und Siegfried (+37%) besonders zu gefallen. Auch Neuerwerb Tecan (+36% seit Kauf im Mai) machte eine gute Figur. Auf der anderen Seite des Spektrums ging die rote Laterne an Cembra Money Bank (-36%), wo das überraschende Ende des Zusammenarbeitsvertrags mit der Migros die Anlegerinnen und Anleger auf dem falschen Fuss erwischt hat.

Langfristig präsentiert sich die Entwicklung des «Swiss Stock Portfolios» ausgezeichnet. Seit 2012 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Performance des SSP auf 15,2%, womit die mittlere Benchmark-Performance von 12,3% deutlich übertraffen wurde. Seit 2012 hat diese Strategie eine

Die **Kurs/Gewinn-Verhältnissen** aufgrund der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate haben sich überall verbilligt:

	Dez. 2020	Dez. 2021	Veränderung
SPI Index	22.6	16.4	-27.4%
DJ STOXX 600 Index	51.4	20.8	-59.5%
MSCI AC Asia ex Japan	25.8	16.2	-37.2%
MSCI Japan	30.7	15.1	-50.8%
MSCI USA	30.4	27.1	-10.9%
MSCI AC Welt Index	33.3	23.2	-30.3%

Quelle: Bloomberg. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

kumulierte Gesamtperformance von rund 297% erreicht, der Index eine von 208%. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten abgezogen, wogegen der Vergleichsindex kostenfrei ist.

### Aktien Europa

Auch die europäischen Aktien genossen Rückenwind. Zwar resultierte für den breiten DJ Stoxx 600 Index für das letzte Quartal mit 7,6% ein etwas kleinerer Gewinn als bei den Schweizer Pendanten. Mit einer Jahresperformance von 24,9% spielte der europäische Markt 2021 aber ebenfalls in der Top-Liga. Unsere europäische Aktienausswahl, das «European Stock Portfolio» (ESP), hat im vierten Quartal gut 4% und auf das Jahr bezogen 17,8% rentiert. In den Zahlen für das ESP sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen, wogegen der Referenzindex ohne Kosten kalkuliert wird.

Zwar gab es im Portfolio einige Top-Performer, namentlich ASM International (Jahresperformance +118%), A2A (+38%) und Ahold Delhaize (+35%), doch vermochten diese die Gesamtauswahl renditemässig nicht über den Index zu hieven. Am anderen Ende der Liste haben sich die Erwartungen in Kindred Group (-30%) und Neste (-25%) 2021 noch nicht erfüllt.

Die langfristige Performance des ESP seit 1992 spricht unverändert für den in dieser Auswahl angewandten Value-Stil. So hat das ESP in dieser

Zeitspanne eine mittlere jährliche Performance von 8,68% erreicht, verglichen mit 7,33% der Benchmark. Kumuliert sind so im Portfolio 1'114% zusammengekommen, wogegen die kumulierte Index-Performance auf «nur» 736% zu stehen kommt. Interessant ist auch der Vergleich mit einem auf Value-Aktien begrenzten Referenzindex. In diesem Vergleich, für welchen wir Daten seit 1998 haben, beläuft sich die jährliche Performance des European Stock Portfolios auf 6,79%, verglichen mit 4,59% der Benchmark. Anders ausgedrückt: Pro Jahr lag das ESP im Vergleich zur Value-Benchmark sogar um 2,21 Prozentpunkte vorn, verglichen mit 1,35 Prozentpunkten beim Vergleich mit dem Gesamtmarkt.

**Kurs/Buchwert und Dividendenrendite** wichtiger Aktienmärkte:

	Kurs/ Buchwert	Div. Rendite
SPI Index	2.57	2.26%
DJ STOXX 600 Index	2.17	2.61%
MSCI AC Asia ex Japan	1.8	1.95%
MSCI Japan	1.42	2.10%
MSCI USA	4.95	1.24%
MSCI AC Welt Index	3.29	1.67%

Quelle: Bloomberg. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

#### Aktien USA

Kein Halten gab es 2021 auch für amerikanische Aktien. Der Leitindex MSCI TR USA brilliert mit einer Jahresperformance von 26,5%. Allein im vierten Quartal waren es 10%. Der von uns eingesetzte Performa US Equity Fund passierte die Ziellinie mit einer ähnlichen Performance. Den in Franken- und Euro kalkulierenden Kundinnen und Kunden kam die Aufwertung des US-Dollars zusätzlich zu pass. Wir sind in amerikanischen Aktien leicht übergewichtet. An den Positionen hat sich im vierten Quartal nichts verändert.

#### Aktien Asien (ohne Japan)

Ebenfalls unverändert verblieben die Positionen in den asiatischen Aktien (ohne Japan). Auch im fernen Osten hatte die leichte Übergewichtung Bestand. Die Positionen sind im vergangenen Quartal unverändert geblieben. 2021 war indes nicht das Jahr der asiatischen Börsen, resultierten im Index doch sowohl für das vierte Quartal wie auch für das ganze Jahr negative Performance-werte. Immerhin schlugen sich die von uns eingesetzten Fonds besser als die Benchmark. Der Barings Asean Frontier Markets Fund lieferte sogar ein deutliches zweistelliges Plus.

#### Aktien Japan

Entgegen dem negativen Aktientrend in den asiatischen Schwellenländern lieferte Japan als etablierte Industrienation gute Ergebnisse. Zwar trat

2021 haben sich ausgewählte **Devisen-Kurse** wie folgt entwickelt:

	Dez. 2020	Dez. 2021	Veränderung
CHF / Euro	1.0821	1.0375	-4.1%
CHF / USD	0.8852	0.9129	3.1%
Euro / USD	0.8178	0.8793	7.5%
Yen / USD	103.3000	115.08	11.4%

Quelle: Bloomberg.

der Leitindex im Land der aufgehenden Sonne im vierten Quartal mehr oder weniger an Ort. In der Jahres-Endabrechnung verblieb aber ein Plus in der Grössenordnung von gut 13%. Die Positionen sind unverändert geblieben, womit eine leichte Übergewichtung beibehalten wurde.

#### Alternative Anlagen

Hedge Funds vermochten auch im Schlussquartal ihrer Lethargie nicht abzuschütteln. Insgesamt war 2021 börsentechnisch einfach zu ruhig, als dass die Hedge Funds ihre Stärken richtig hätten ausspielen können. Immerhin resultiert für den BCV-Fonds ein Plus, welches sich mit mehr als 6% in Franken und Euro gut sehen lässt und deutlich über der Benchmark liegt. An den Positionen haben wir im vierten Quartal keine Veränderungen vorgenommen.

#### Edelmetalle

Offenbar wollte Gold in der funkelnden Weih-nachtszeit nicht abseitsstehen und hat gegen Ende Jahr wieder Lebenszeichen von sich gegeben. In Dollar verblieb dennoch ein Verlust für das ganze Jahr, welcher aber für Investoren in Franken dank dem höheren Dollarkurs beinahe ausgeglichen wurde. Für Anleger in Euro hat es dank dem Green-back sogar für eine positive Performance gereicht. Wir haben die Positionen unverändert belassen.

Unsere **Asset Allokation** zusammengefasst:

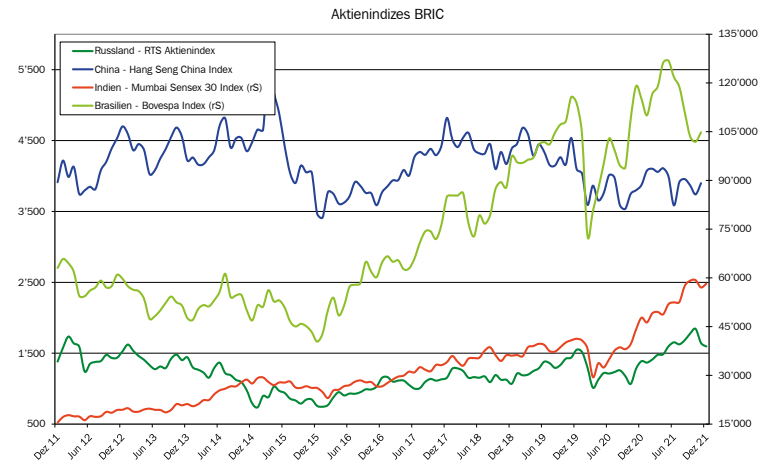
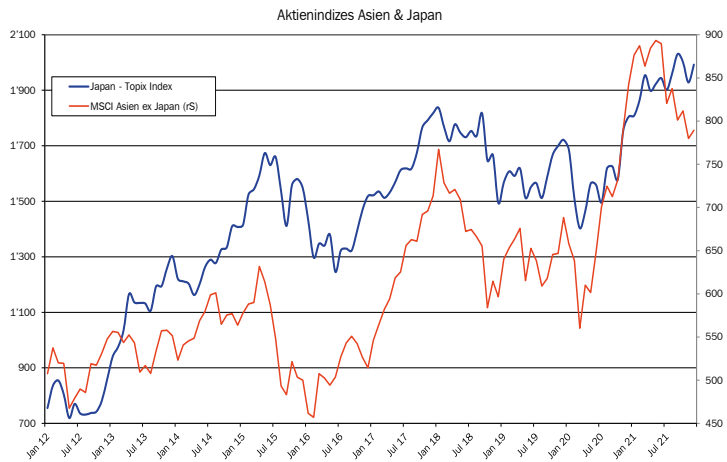
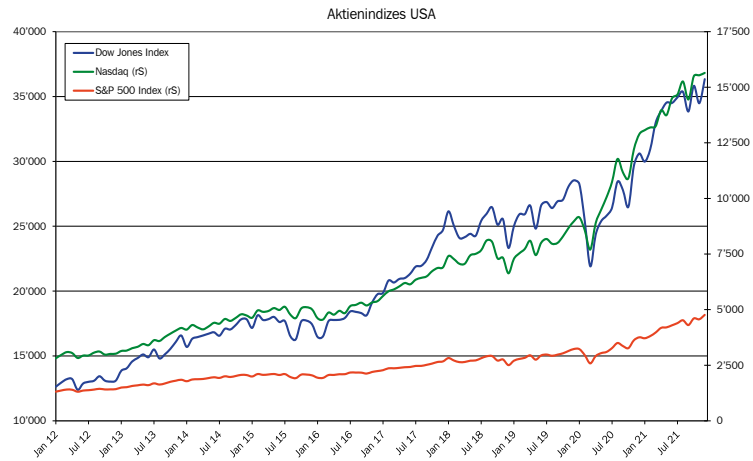
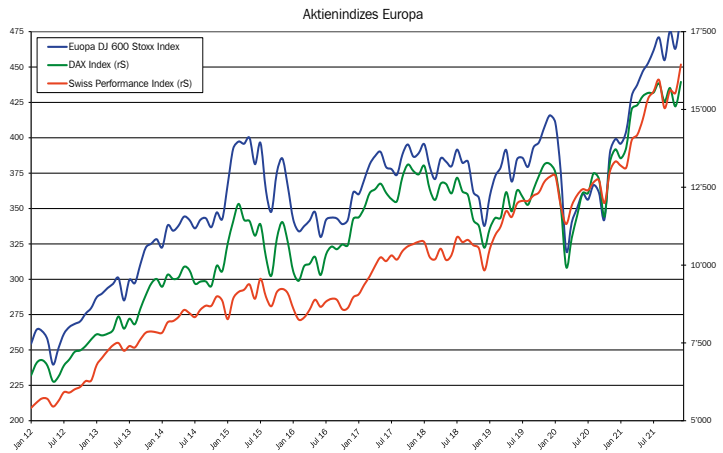
Anlagekategorie	
Geldmarkt	neutral
Obligationen	untergewichtet/ kurze Duration
Aktien Schweiz	leicht übergewichtet
Aktien Europa	leicht untergewichtet
Aktien USA	leicht übergewichtet
Aktien Asien	leicht übergewichtet
Aktien Japan	leicht übergewichtet
Edelmetalle	übergewichtet
Alternative Anlagen	leicht übergewichtet

Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

Werte bewirtschaften.

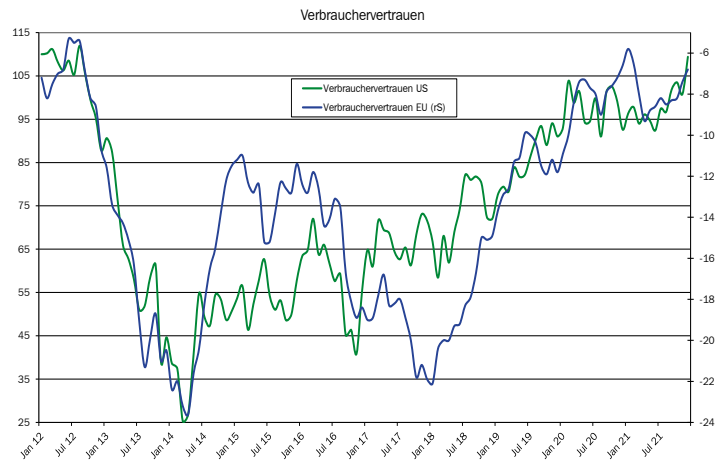
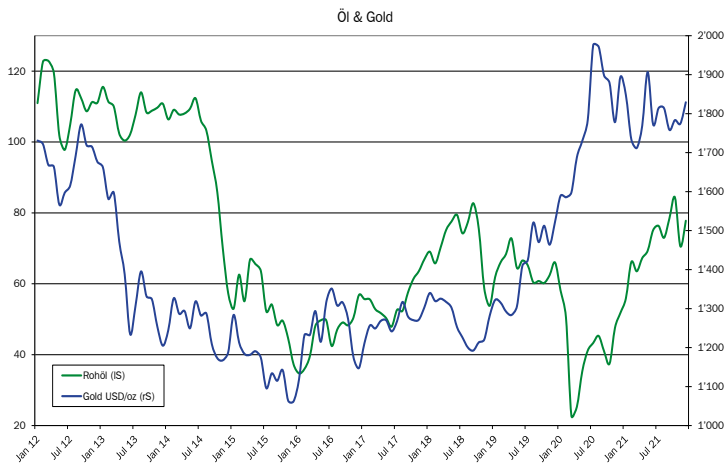
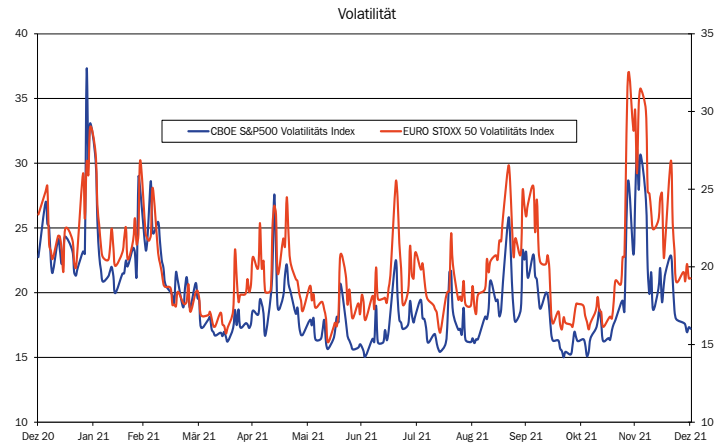
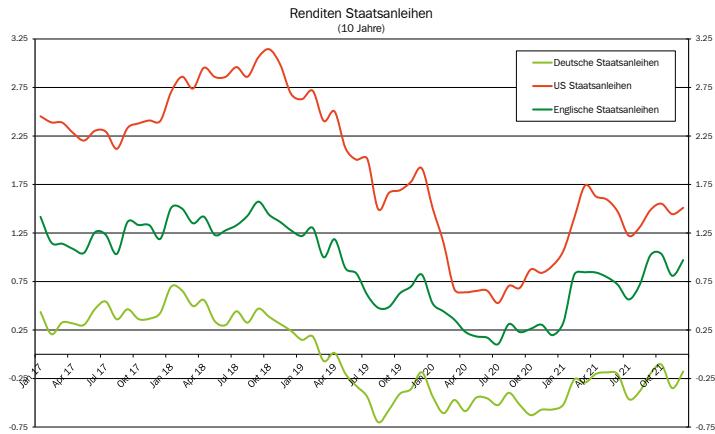
**Exakte, sorgfältige  
Analyse steigert  
den Ertrag.**

## Aktienmärkte auf einen Blick





## Obligationenrenditen und andere Kennziffern



---

## Notizen

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Rechtliche Hinweise**

Angebotsbeschränkung: Die im Anlagebericht der Salmann Investment Management AG (nachstehend SIM) publizierten Informationen begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Der Inhalt ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Publikation bzw. den Zugang zu Informationen verbietet (aufgrund der Nationalität der betreffenden Person, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen). Die vorliegenden Informationen werden von SIM unter grösster Sorgfalt zusammengestellt. SIM übernimmt jedoch keine Gewähr für die Korrektheit, Vollständigkeit und Aktualität der Informationen. Die Informationen stellen keine Entscheidungshilfen dar. Bei Anlageentscheiden lassen Sie sich bitte von qualifizierten Personen beraten. Risiko/Warnung: Der Wert von Investitionen kann steigen oder fallen. Die künftige Performance von Investitionen kann nicht aus der vergangenen Kursentwicklung abgeleitet werden. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungsschwankungen. Anlagen mit hoher Volatilität können hohen Kursschwankungen ausgesetzt sein. Haftungsausschluss: SIM haftet in keinem Fall (Fahrlässigkeit eingeschlossen) für Verluste oder Schäden (speziell direkte und Folgeschäden) irgendwelcher Art, die aus oder im Zusammenhang mit einem Zugriff auf diesen Bericht oder darin enthaltener Verknüpfungen entstehen könnten. Quelle der Grafiken: Bloomberg.

---

## Schlusswort

Wir danken Ihnen für das in uns gesetzte Vertrauen und wünschen Ihnen ein gesundes, glückliches und erfolgreiches neues Jahr.

**Alfred Ernst**  
Direktor, Kundenbetreuer

---

## Kontaktieren Sie uns

**Salmann**  
Investment Management AG

Beckagässli 8  
FL-9490 Vaduz

T +423 239 90 00  
F +423 239 90 01

[www.salmann.com](http://www.salmann.com)

