the market
NZZ

ANALYSE

Schweizer Wachstumstitel im Sturm

Die steigenden Zinsen komprimieren die Bewertung. Nun droht eine Rezession, und Gewinnrevisionen werden befürchtet. The Market ordnet die Lage ein und geht der Frage nach: Ist es jetzt Zeit zuzugreifen?

Ruedi Keller ✉

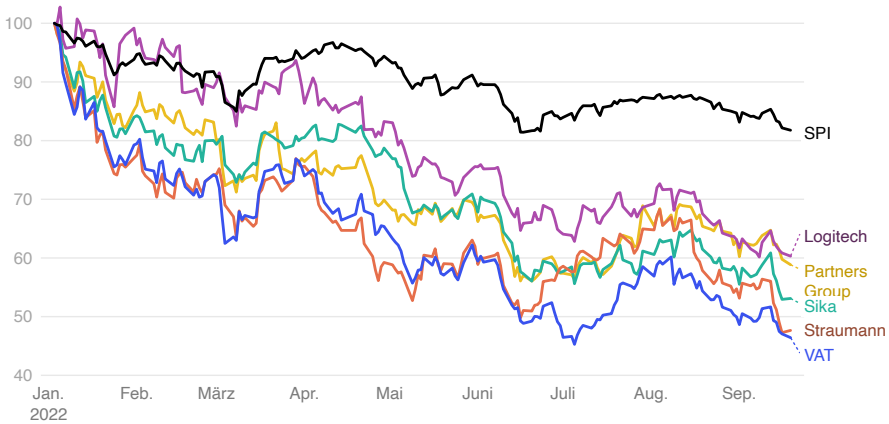
20.09.2022, 03.06 Uhr

Sie gehörten jahrelang zu den Lieblingen der Investoren: Die qualitativ hochstehenden Schweizer Wachstumstitel wie Straumann, VAT, Sika, Logitech oder Partners Group.

Doch seit Jahresbeginn leiden diese Aktien massiv: Während der Swiss Performance Index (SPI) 18% eingebüsst hat, haben sie alle deutlich schlechter abgeschnitten – von einem Minus um 40% bei Logitech bis zu mehr als einer Halbierung bei VAT und Straumann.

Wachstumstitel halbieren sich 2022 zum Teil

Kursentwicklung, per 1. 1. 2022 indexiert



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Nach der massiven Korrektur stellt sich jetzt die Frage: Ist die Zeit gekommen, wieder zuzugreifen?

Die ehrliche Antwort muss lauten: Das weiss niemand. In dieser Analyse ordnet The Market die Lage aber ein – mit Blick auf die Historie sowie die Risiken und die Chancen, die derzeit bestehen. Zudem haben wir Fondsmanager um ihre Einschätzung gebeten und sie nach ihren aktuellen Favoriten befragt.

Inhaltsverzeichnis

Der Blick auf Exzesse ↓

Bewertungskorrektur ↓

Zinsen prägen die Entwicklung ↓

Gefahr: Gewinnrevision ↓

Manövrieren im Sturm ↓

Rezession, Inflation und steigende Energiepreise: was nun? ↓

Der Blick auf Exzesse ↑

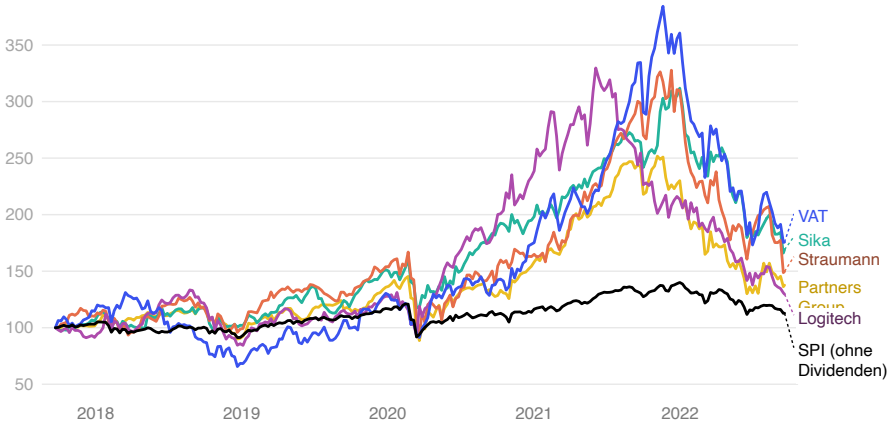
Wenn man den Fokus etwas öffnet und die Kursentwicklung der vergangenen fünf Jahre betrachtet, sieht man zweierlei.

Erstens wird klar, warum Wachstumsaktien in den letzten Jahren zu den absoluten Lieblingen der Investoren zählten: Sie haben ihren Wert während der Pandemie um ein Vielfaches gesteigert. Der Kursanstieg war gar so rasant, dass die Coronadelle vom Frühjahr 2020 im Chart kaum mehr auffällt.

Zweitens zeigt sich trotz Exzess und Korrektur: Alle diese Aktien notieren im Fünfjahresvergleich auch heute über dem Stand des SPI.

Trotz Korrektur weiterhin besser als der Markt

Kursentwicklung im Fünfjahresvergleich, indexiert



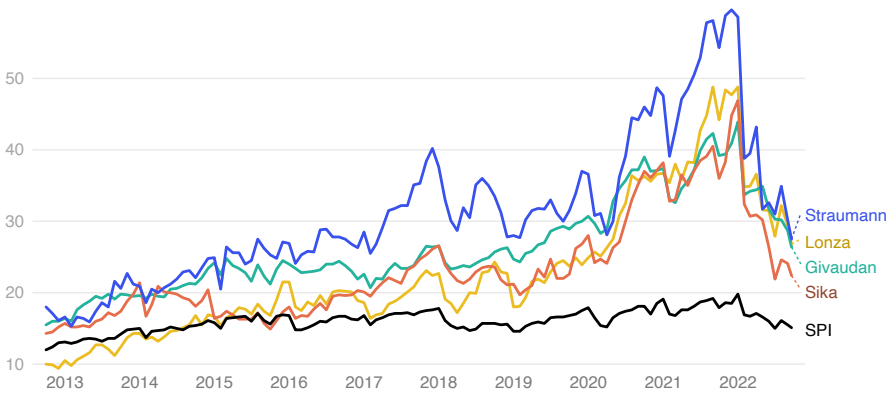
Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Bewertungskorrektur

Um die Exzesse während der Pandemie einordnen zu können, hilft der Blick auf die Bewertungsentwicklung über eine gesamte Dekade. Zudem wird die Auswahl um fünf zusätzliche Wachstumswerte erweitert: Ems-Chemie, Givaudan, Lonza, Geberit und Sonova.

Trotz Korrektur nicht unter dem eigenen Bewertungsschnitt

Kurs-Gewinn-Verhältnis mit Blick auf das jeweils kommende Jahr, Zehnjahresentwicklung



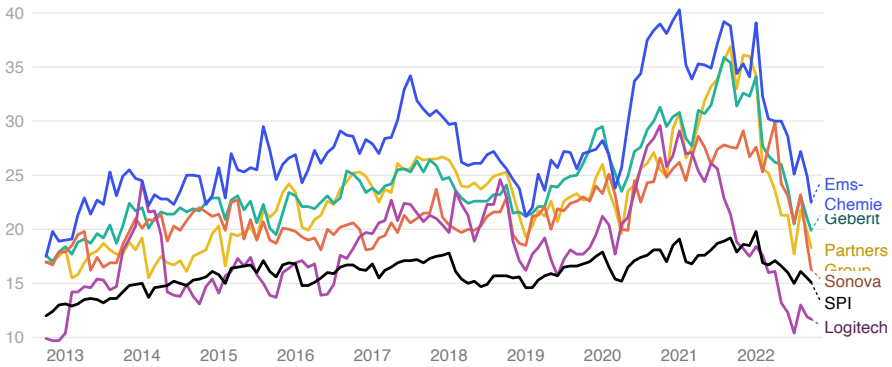
Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Dass diese Lieblingstitel meist ein höheres Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) aufweisen als der Schnitt des Marktes, ist nachvollziehbar – und es ist gerechtfertigt: Die Qualität dieser Unternehmen steht ausser Frage, und sie überflügeln den Markt nicht nur punkto Bewertung, sondern auch mit einem überdurchschnittlichen Wachstum.

Doch bei den Aktien von Straumann, Lonza, Sika und Givaudan hob die Bewertung während der Pandemie teilweise auf ein KGV von gegen 60 ab. Und trotz der nun verzeichneten massiven Korrektur handeln sie um oder über dem Bewertungsschnitt der letzten zehn Jahre – Lonza gar deutlich, und das trotz der Exzessphase, die den Schnitt in die Höhe hebt.

Kleinere Bewertungsexpansion – trotzdem unter dem Schnitt

Kurs-Gewinn-Verhältnis mit Blick auf das jeweils kommende Jahr, Zehnjahresentwicklung



VAT handelt ebenfalls unter dem eigenen Bewertungsschnitt, die Historie beträgt aber lediglich sechs Jahre

Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

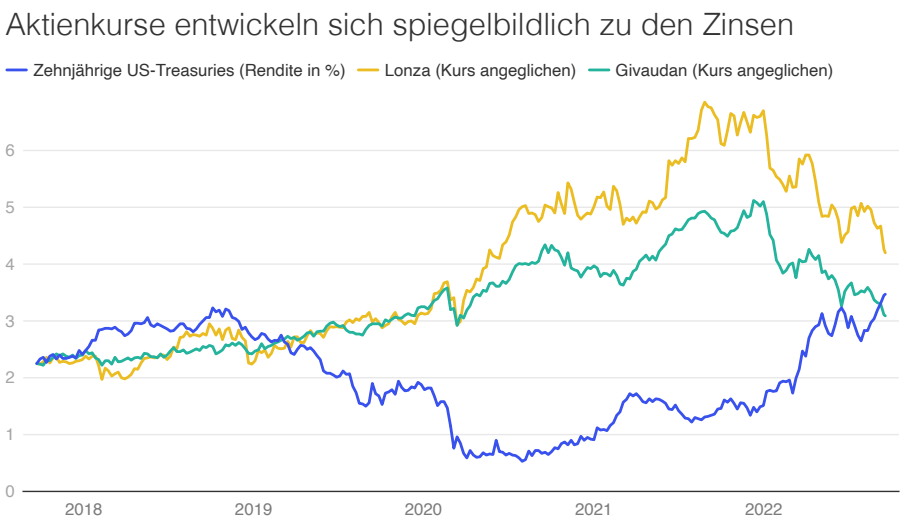
Weniger ausgeprägt war die Bewertungsexpansion bei Schindler, Geberit, Partners Group, Sonova und Logitech. Ausserdem hat sich die Bewertung dieser Titel normalisiert: Das KGV liegt nach der Korrektur unter dem Zehnjahresschnitt. Bei Logitech ist es gar klar tiefer als das des Gesamtmarktes gemessen am SPI.

Zinsen prägen die Entwicklung

Der Grund für die Berg-und-Tal-Fahrt ist in erster Linie die Zinsentwicklung. «Wachstumsaktien sind sehr zinssensitiv», sagt Daniele Scilingo, Fondsmanager bei Mirabaud Asset Management: Der überwiegende Anteil ihres Werts ergibt sich aus

Gewinnen, die weit in der Zukunft erwartet werden. «Steigen die Zinsen, müssen die Gewinne zu einem höheren Satz abdiskontiert werden, sodass der Gegenwartswert von Wachstumstiteln viel stärker ausschlägt als bei anderen Aktien.»

Taktgeber für die Bewertung der Börsen weltweit sind die zehnjährigen US-Staatsanleihen. Der Blick auf die Veränderung ihrer Rendite und die Kursentwicklung von Givaudan und Lonza zeigt den Zusammenhang.



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Kurz nachdem die Zinsen im Herbst 2018 zu sinken begonnen hatten, hoben die Aktien von Givaudan und Lonza zu einem Höhenflug ab. Nach Beginn der Pandemie intensivierte sich das mit einer kleinen Delle im Frühling 2021. Doch seit dem Jahreswechsel geht es in die andere Richtung: Die Zinsen steigen, die Kurse fallen rasant.

«Mittel- bis langfristig sind gut geführte Growth Darlings wie VAT, Straumann oder Sonova jetzt wieder interessant», sagt Scilingo. Die grosse Frage sei allerdings, ob sie die immer noch hohen Gewinnerwartungen der Analysten werden erfüllen können. Diese Gefahr von Gewinnrevisionen steht bei vielen Fondsmanagern derzeit ganz oben auf der Sorgenliste.

Gefahr: Gewinnrevision

«Die Bewertungen haben zwar deutlich korrigiert und scheinen teilweise wieder attraktiv», sagt Paul Schibli, Fondsmanager bei Swiss Rock. Das gelte aber nur, wenn die Gewinnerwartungen auch erfüllt würden. «Das bezweifle ich.»

Ebenso klar sagt es Rudolf König, Fondsmanager bei Entrepreneur Partners: «Viele Analystenschätzungen sind noch immer zu hoch.» Zwar hat die Kurskorrektur das KGV von Wachstumsaktien in eine meist vernünftige Grössenordnung zurückgebracht. Doch wenn nun die Gewinnschätzungen nach unten revidiert werden, treibt das die Bewertung von der anderen Seite der Gleichung wieder in die Höhe.

Sorgen bereitet derzeit aber nicht nur eine allgemeine Konjunkturabkühlung, sondern auch die steigenden Energiepreise. Sie könnten die Profitabilität einzelner Unternehmen hart treffen. Doch darüber herrscht derzeit noch grosse Ungewissheit.

Manövrieren im Sturm

«Die grosse Unsicherheit bei den Energiekosten pariert man am besten mit Unternehmen, die hohe Margen haben. Das gibt ein Sicherheitspolster», sagt Scilingo, beispielsweise mit Geberit, die Margen um die 30% habe.

«Selbst wenn sich die Energiekosten verdoppeln, bleibt das für das Unternehmen tragbar.» Anders sehe es bei einer zyklischen Industriegesellschaft aus, die eine Marge von lediglich 6% aufweise.

«Die Angst vor Gewinnwarnungen hält mich noch von Zukäufen ab», sagt hingegen Schibli. «Kommen sie, wird aber genau das Kaufgelegenheiten eröffnen», lautet seine Losung. Denn verfehlen Unternehmen die Erwartungen, sinkt zwar der Kurs. Meist noch stärker korrigieren jedoch die Analysten die Gewinnerwartungen nach unten.

Damit steigt die Bewertung. Doch genau das sei der erfolgversprechendste Einstiegspunkt: «Zyklische Aktien muss man kaufen, wenn sie aus Bewertungssicht

teuer sind», sagt Schibli. Zu diesem Zeitpunkt komme es meist besser, als man denke. Auf seinem Radar hat er diesbezüglich mitunter Belimo und Ems-Chemie.

Ein weiteres Beispiel liefert König: Straumann stehe für höchste Qualität. «Doch auch dem Dentalunternehmen kann es passieren, dass das Wachstum plötzlich von den gewohnten rund 15% auf vielleicht 5% einbricht.» Beispielsweise wenn die Konsumenten wegen der Teuerung den Gürtel enger schnallen müssten.

Dann häufen sich im ganzen Sektor die schlechten Nachrichten, die Analysten senken ihre Erwartungen, und der Kurs knickt ein: «Das eröffnet eine Kaufgelegenheit. Denn ein Unternehmen wie Straumann erholt sich normalerweise sehr schnell», sagt König. Ähnliches gelte für Sonova.

Eine Warnung für die kommenden Monate hält Manuel Bottinelli, Portfoliomanager bei Peter J. Lehner & Partner, bereit: «Die grossen Fonds und internationale Investoren setzen meist auf die grosskapitalisierten Unternehmen – und verstärken bei taktischen Anpassungen oder Kapitalrückflüssen gezwungenermassen den Druck nochmals, wenn die Börse insgesamt bereits schlecht läuft.» Er bevorzugt deshalb kleinere Industriewerte: aktuell beispielsweise Interroll, Bossard oder SFS.

Eine Überlegung wert sei zudem Bystronic. «Die Aktie hat früh gelitten, als die Inflation zu steigen begann und alle Titel von Unternehmen unter Druck kamen, die lange Projektlaufzeiten haben.» Die Blechbearbeitungsmaschinen von Bystronic sind ein Investitionsgut, was das Unternehmen zyklisch macht. «Doch aus einer Contrarian-Warte könnte der Zeitpunkt für einen Kauf kommen», meint Bottinelli.

Rezession, Inflation und steigende Energiepreise: was nun? ↑

«Aktien bieten im aktuellen Umfeld weiterhin das beste Chancen-Risiko-Profil», sagt Scilingo: Selbst wenn die allgemeine Wirtschaftsleistung um 1% nachlasse und die Inflation hoch bleibe, könnten die Unternehmensgewinne zumindest nominal steigen. «Falls das Gewinnwachstum gleich hoch ist wie die Inflation – Wachstumstitel schaffen teilweise gar mehr als 10% Wachstum –, kann man damit den Kaufkraftverlust parieren.» Mit Bargeld oder Obligationen gelinge das nicht.

«Beim Investieren trifft man jedoch nie genau den Tiefpunkt», mahnt er. Eine intelligente Strategie sei deshalb, in Tranchen zuzukaufen und so das Einstiegsrisiko zu streuen. Aktuell empfehle es sich, einige gute Unternehmen auf den Radar zu nehmen und in Schwächephasen zuzukaufen – beispielsweise die Aktien von Partners Group, Geberit und Sika.

Bereits umgesetzt hat das König: «Partners Group finde ich nach der Korrektur wieder sehr interessant und habe kürzlich zugekauft.» Der Private-Equity-Spezialist habe mit den Performance Fees einen sehr grossen Gewinnhebel. «So, wie es aussieht, wird ein grosser Teil dieser erfolgsabhängigen Gebühren im laufenden Jahr ausbleiben. Doch so schnell sie weggefallen sind, so schnell können sie auch wieder fliessen.»

Auf seiner Liste steht zudem Geberit: Der Sanitärtechniker sei nach der Korrektur wieder attraktiv und biete ein verhältnismässig widerstandsfähiges Geschäftsmodell für den Fall, dass die Rezession härter ausfalle als derzeit erwartet.

Genau für diesen Fall offerieren zudem die Aktienstrategen von Alpine Macro einen konträren Blick:

«Die Gewinnerwartungen dürften unter Druck geraten, wenn wie erwartet eine Rezession kommt.» Denn die Margen der Unternehmen würden schrumpfen, weil die Kosten stiegen, aber die Preismacht nachliesse. Doch wenn schlechte Wirtschaftsnachrichten dann den Inflations- und Kostendruck verringerten, würden die Erwartungen an Zinserhöhungen zurückgehen.

Da die Zinsentwicklung wie oben gezeigt stark negativ mit der Bewertung von Aktien korreliert – was derzeit die Kurse drückt –, erwarten die Ökonomen von Alpine bald eine Kehrtwende:

einen Umschwung vom «perfekten Sturm» hin zu sinkenden Margen, gefolgt von einer expandierenden Bewertung von Aktien. Sie schlussfolgern: «Schlechte Nachrichten zur Preissetzungsmacht der Unternehmen werden letztlich gute Nachrichten für die Aktienkurse sein.»

Kennzahlen von zehn ausgewählten Schweizer Wachstumswerten

Unternehmen	Börsenwert in Mrd. Fr.	Kurs in Fr.	Kursentwicklung seit Anfang Jahr	KGV* 2023	Zehnjahresschnitt**
Ems-Chemie	14,4	617,00	–40%	22,5	27,7
Geberit	15,4	427,90	–42%	19,9	24,1
Givaudan	27,0	2891,00	–39%	26,4	26,3
Logitech	8,2	46,71	–39%	11,7	18,5
Lonza	36,1	476,60	–36%	26,8	22,7
Partners Group	23,9	880,60	–41%	18,3	22,9
Sika	31,1	203,00	–31%	22,4	23,3
Sonova	14,1	226,00	–38%	16,3	21,5
Straumann	14,8	93,80	–52%	27,5	31,1
VAT	6,5	218,00	–51%	22,8	29,8

**Kurs-Gewinn-Verhältnis (Bloomberg-Konsensschätzung); ** Sechs Jahre bei VAT*

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Bloomberg



ANALYSE

Energiepreise: Unsicherheit unter Schweizer Unternehmen ist gross

Die hohen Kosten für Strom und Erdgas machen auch den Schweizer Unternehmen zu schaffen. Wie fest, ist heute bei vielen noch unklar. Aber die Folgen der Energiekrise könnten weitreichender als erwartet sein.

Gabriella Hunter, Giorgio Müller ✉ 16.09.2022

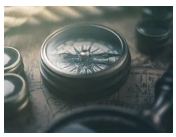


ANALYSE

Wohin die Schweizer Pharmazulieferer steuern

Hoch gestiegen, tief gefallen. Diesen Weg haben die Aktien von Bachem, Lonza, PolyPeptide und Siegfried hinter sich. The Market analysiert, wo die vier Schweizer Pharmazulieferer stehen und welche Chancen und Risiken die Titel bieten.

Ruedi Keller ✉ 06.09.2022



ANALYSE

Zehn simple Regeln, um in schwierigen Märkten zu navigieren

Das Umfeld ist so anspruchsvoll wie selten. Hohe Inflation, trübe Konjunkturaussichten und Spannungen in der Weltpolitik prägen die Börsen. Orientierungshilfe bieten die zehn Richtlinien des legendären Markttechnikers und Contrarian Bob Farrell.

Christoph Gisiger ✉ 26.08.2022

Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.