the market NZZ

ANALYSE

Welche Chancen SFS nun bietet

Während die Analysten die Gewinnerwartungen an das Schweizer Industrieunternehmen stetig erhöht haben, hat die Aktie seit der Übernahme der deutschen Hoffmann ein Drittel eingebüsst. Die Bewertung ist auf einen Tiefststand gesunken. Das verspricht Potenzial.

Ruedi Keller

07.11.2022, 00.43 Uhr

Ende 2021 hat SFS angekündigt, den deutschen Werkzeugspezialisten Hoffmann mit 3000 Mitarbeitern und rund 1 Mrd. € Umsatz zu übernehmen.

Mit der Grossakquisition erhöht der Schweizer Industriekonzern sein Volumen um fast die Hälfte auf einen Jahresabsatz von 3 Mrd. Fr. Der Börse gefiel der Schritt nur anfänglich.

Erst kletterte der Kurs der SFS-Aktien Anfang Jahr Richtung Allzeithöchst von gut 140 Fr. Doch seither geht es bergab. Auf dem Weg zu den derzeit rund 90 Fr. haben die Titel mehr als ein Drittel eingebüsst. Der breite Markt gemessen am Swiss Performance Index steht seit Jahresbeginn rund 17% im Minus.

Kursentwicklung seit dem Börsengang im Mai 2014

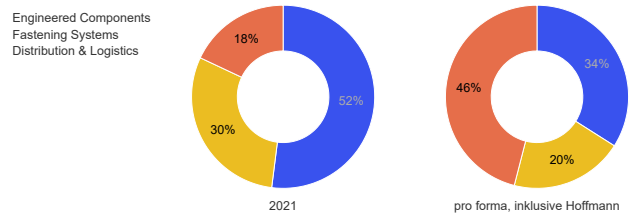


Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Es sind gleich mehrere Faktoren, die derzeit auf dem Kurs der SFS-Aktien lasten.

Die Akquisition verändert das Profil des Unternehmens stark: Der bislang kleinste Bereich, das ehemals auf die Schweiz beschränkte Handelsgeschäft mit Werkzeugen, wird plötzlich zur global grössten Division – und verwässert die Marge. Das hatte die Analysten von Berenberg dazu veranlasst, die Übernahme als «einen grossen Schritt seitwärts» zu bezeichnen.

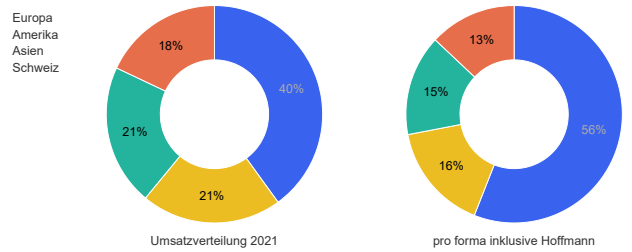
Distribution wird zum grössten Geschäftsbereich



Grafik: themarket.ch • Quelle: SFS

Zudem verschiebt die Integration von Hoffmann die regionale Aufstellung: Europa wird deutlich gestärkt, was angesichts der dort am deutlichsten drohenden Rezession die Investoren nun offensichtlich aufschreckt.

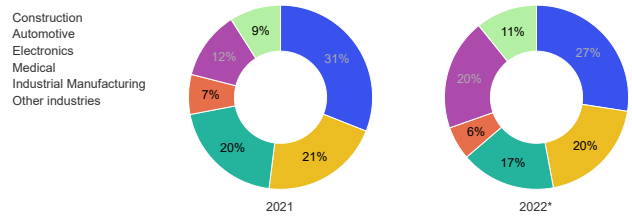
Europa legt an Gewicht zu



Grafik: themarket.ch • Quelle: SFS

Das Rezessionsthema, das SFS derzeit umgibt, wird beim Blick auf die Absatzmärkte noch offensichtlicher. Mit seinen Befestigungselementen ist der Rheintaler Konzern stark auf das Baugeschäft ausgerichtet, das angesichts der steigenden Zinsen einen Dämpfer erhalten dürfte.

Industrie-Exposure steigt stark an



**Schätzung ZKB, inklusive 8 Monate Hoffmann*
Grafik: themarket.ch • Quelle: SFS, ZKB

Gut ein Fünftel des Absatzes entfällt auf die Automobilindustrie, die ebenfalls stark am Lauf der Konjunktur hängt, genauso wie das drittgrösste Kundensegment, die Elektronikbranche. Dazu kommt, dass mit der Akquisition von Hoffmann die Exponiertheit gegenüber der Industrie kräftig wächst – auch das dürfte die Zyklizität erhöhen, was derzeit nichts Gutes erahnen lässt.

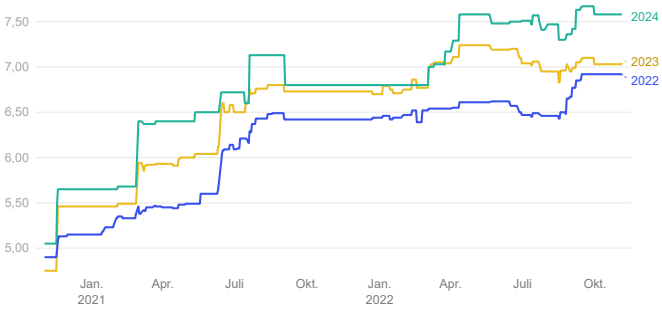
Verkaufen oder einsteigen?

Wer derzeit von aussen auf SFS blickt, kann wohl nur zu einem Schluss kommen: die Aktien verkaufen. Genau das spiegelt in diesem Jahr der Kursverlauf. «Es ist das Makroumfeld, das derzeit die Bewertung dominiert, unternehmensspezifische Faktoren geraten dabei in den Hintergrund», hat Manuel Bottinelli, Portfoliomanager bei Peter J. Lehner & Partner, jüngst im Interview mit The Market gesagt. Doch für ihn gilt: «Das eröffnet bei SFS eine Kaufgelegenheit.»

Ganz entgegen dem Kursverlauf kommen auch die Analysten im Schnitt zum Schluss, dass das Gewinnpotenzial von SFS weiterhin intakt ist, gar mehr als das: Seit zwei Jahren schrauben sie ihre Gewinnerwartung nach oben, mit einem Sprung im Frühling, als sie begannen, die Auswirkungen der Akquisition von Hoffmann in ihre Modelle einzurechnen.

Steigende Gewinnschätzungen

Gewinn je Aktie, in Fr. (Bloomberg-Konsensschätzung)



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Relativ klein ist dieser Effekt für das laufende Jahr, in dem Hoffmann für nur acht Monate enthalten sein wird. Am deutlichsten sehen die Analysten den Effekt ab 2024. Für 2023 haben sie zuletzt die Gewinnziele etwas nach unten revidiert – angesichts der steigenden Rezessionsgefahr.

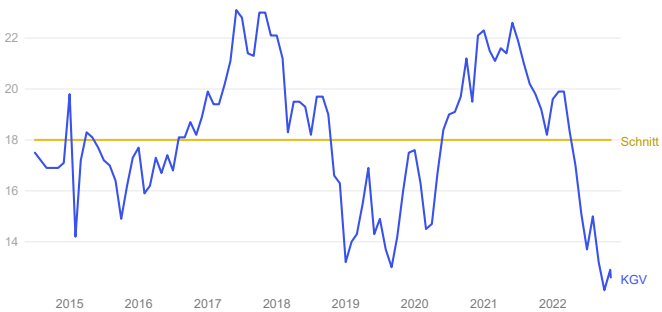
Dennoch gilt für die Schätzungen zu allen drei Jahren: Die Gewinnziele stehen heute deutlich höher als zu Jahresbeginn.

Bewertung sinkt auf Tiefpunkt

Die entgegengesetzte Entwicklung – steigende Gewinnschätzungen und ein gleichzeitig deutlicher Kursrückgang – hat die Bewertung der Aktien von SFS auf ein Allzeittief fallen lassen, sogar mit Blick auf 2023, das angesichts der Rezessionsgefahr einen nur gedämpften Gewinnanstieg verspricht.

Bewertung auf Allzeittief

Kurs-Gewinn-Verhältnis für das jeweils nächste Jahr (Bloomberg-Konsensschätzung)



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Die Gründe für die positiven Aussichten zum Geschäftsverlauf liegen in der Positionierung des Unternehmens.

SFS ist in diversen Nischen aktiv, stellt beispielsweise winzig kleine Schrauben für das iPhone her, bietet Befestigungselemente für Fassaden oder Flugzeuginterieur, entwickelt Operationswerkzeuge und beliefert

die Automobilindustrie mit Sensorgehäusen sowie Komponenten für Bremssysteme.

Gemäss Schätzung der Helvetischen Bank betragen die Kosten der Produkte von SFS oft weniger als 1% des Gesamtwerts des Endprodukts. Sie sind aber meist kritisch für sein einwandfreies Funktionieren.

Das erleichtert es dem Unternehmen in der derzeitigen Inflationsphase, die steigenden Inputkosten an die Abnehmer weiterzureichen. Und weil es auch während der Pandemie lieferfähig war, hat es sich zusätzlich als vertrauenswürdiger Partner etabliert sowie Marktanteile gewonnen.

Allgemeinen Abschwung parieren

Hoffnung macht zudem, dass SFS im Automobilgeschäft davon ausgeht, dank Neuerungen für elektrische Parkbremsen ihren Zulieferwert von zuvor 3 Fr. pro Auto auf 16 Fr. steigern zu können. Den wichtigsten zukünftigen Treiber sehen die Analysten der ZKB zudem in integrierten Bremssystemen, die erst in wenigen Autos verbaut werden, nun aber anziehen sollen.

Angesichts der massiven Steigerung des Werts je Fahrzeug, die SFS erreichen will, rückt die Sorge um einen insgesamt schrumpfenden Autoabsatz in den Hintergrund, zumal sich die Industrie wegen des Chipmangels schon seit längerem nur gehemmt entwickelt.

Ähnliches gilt für den überdurchschnittlich stark wachsenden Elektronikbereich, in den SFS Komponenten und Befestigungselemente liefert. Zwar droht auch hier ein gewisser Gegenwind. Da aber der Hauptkunde Apple derzeit seine Marktanteile ausbaut, rechnet das Management von SFS mit weiterem Wachstum, gar mit einer weiteren Beschleunigung im nächsten Jahr.

Auch im Baubereich ist wegen der Energiekrise sowie wegen des Sanierungsbedarfs das Auftragsbuch von SFS so dick, dass zumindest bis nächstes Jahr kein Umsatzrückgang droht.

SFS mit Hoffmann neu denken

Weniger eindeutig ist, wohin die Reise mit Hoffmann steuert – zudem wird die Akquisition von den Investoren ein Umdenken erfordern, das sich aber wohl erst allmählich entwickeln wird.

Hoffmann ist Europas grösster Spezialist für den Handel von Werkzeugen für professionelle Abnehmer und erzielt rund die Hälfte des Umsatzes in Deutschland.

Ziel der Akquisition ist primär, den bestehenden Kunden der beiden Unternehmen jeweils die Produkte des anderen anbieten zu können und damit insgesamt den Absatz zu steigern. Zudem sollen die Beschaffung und die Distribution künftig teilweise gemeinsam organisiert werden. Kostensparmassnahmen sind nicht geplant.

Weitere Details zur Zusammenarbeit will das Management erst zu einem späteren Zeitpunkt kommunizieren. Da die beiden Unternehmen jedoch bereits seit Jahrzehnten eine Partnerschaft verbindet, bestehen gute Aussichten, dass sie erfolgreich einen gemeinsamen Weg werden einschlagen können.

Marge wird verwässert

Bereits jetzt ist allerdings klar: Der Ausbau des Handelsgeschäfts zur grössten Division wird das Margenpotenzial von SFS hemmen.

Zum Halbjahr hat das Management eine neue Guidance veröffentlicht – und sie liegt tiefer als zuvor: Für die bisherige SFS hatte es mit einem jährlichen Wachstum von 3 bis 6% gerechnet und eine Ebit-Marge in der Bandbreite von 13 bis 16% angestrebt. Neu soll das organische Wachstum zwar auf dem gleichen Niveau bleiben – mit einem zusätzlich zu erwartenden Umsatzbeitrag von Hoffmann für die acht Monate 2022 von 720 bis 770 Mio. Fr.

Doch die Ebit-Marge soll mit der Verschmelzung der beiden Unternehmen künftig einen Prozentpunkt tiefer in einer Bandbreite von 12 bis 15% liegen – auch das ist ein Punkt, den die Investoren erst verdauen müssen.

Kapitalrendite steigt

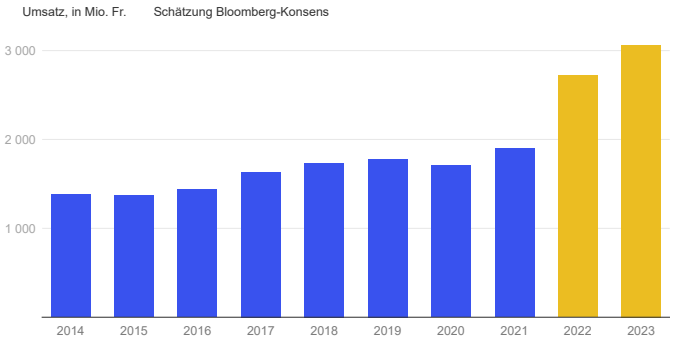
«Der Markt hat die Akquisition noch nicht verstanden», meint Adrian Lechthaler, Portfoliomanager bei Peter J. Lehner & Partner. Es herrsche die Meinung vor, SFS kaufe einen Händler, der die Margen sinken lasse. «Wir gewichten jedoch höher, dass der Umsatz um ein Drittel zulegt sowie dass die Rendite auf dem eingesetzten Kapital steigt.»

Diesen Punkt vertritt auch Stefanie Scholtysik, Analystin bei Mirabaud: «Das kapitalintensive Geschäft von SFS führte in der Vergangenheit jeweils dazu, dass Mehrumsatz auch immer Mehrinvestitionen bedeutete. Mit dem Handelsgeschäft von Hoffmann lässt sich die gesamte Plattform nun kapitalschonender ausbauen.»

Angesichts noch laufender Investitionsprojekte sieht sie zwar keinen unmittelbaren Anstieg der Kapitalrendite – ab 2024 allerdings schon: «Die Kapitalausgaben im Geschäftsbereich Engineered Products summierten sich bislang im Schnitt auf 8,5% des Umsatzes, bei Fastening Systems waren es rund 5%.» Distribution & Logistics – in diesen Bereich fällt Hoffmann – komme hingegen mit Kapitalausgaben von 2% aus. «Die Stärkung des Handelsgeschäfts wird das Renditeprofil künftig verbessern», ist die Analystin überzeugt.

Augenfällig ist der Grössensprung, den SFS mit der Akquisition von Hoffmann macht. Der Umsatz wird gemäss Analystenschätzung von rund 1,9 Mrd. Fr. 2021 bis zum nächsten Jahr auf mehr als 3 Mrd. Fr. steigen.

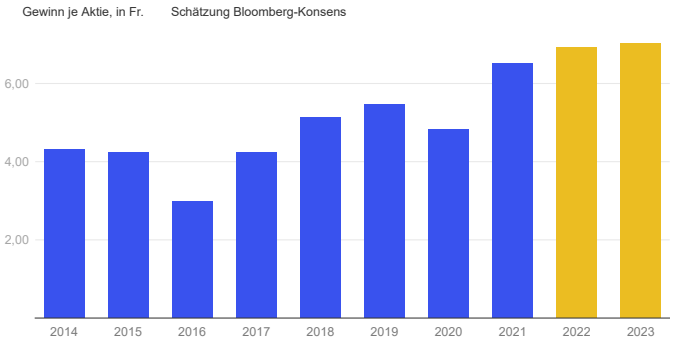
Umsatzsprung nach Hoffmann-Akquisition



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Unmittelbar zulegen soll auch der Gewinn je Titel. Dies trotz einer Verwässerung von rund 4%, da als Teilabgeltung der Übernahme von Hoffmann neue Aktien an ihre ehemaligen Gesellschafter ausgegeben wurden. Mit 53% des Aktienkapitals dominieren im Aktionariat weiterhin die Gründerfamilien von SFS.

Unmittelbares Gewinnwachstum trotz Verwässerung



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Ein stabiles Aktionariat, dazu eine weitherum gelobte Führung und in vielen Punkten intakte Geschäftsaussichten. Risiken gibt es allerdings auch.

Die derzeitigen Einschätzungen der Analysten könnten sich als zu optimistisch erweisen, falls eine tiefere Rezession kommt als erwartet. Zudem hat SFS kürzlich die Aktivitäten in China an einem einzigen Standort gebündelt. Bislang hat sie zwar nicht unter den im Land immer wieder neu verhängten Lockdown-Massnahmen gelitten, doch die Gefahr bleibt bestehen.

Auf der anderen Seite gilt: Aktuell liegt die Bewertung von SFS mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12,6 für 2023 ein Drittel unter dem historischen Schnitt – obwohl sich mit der Übernahme von Hoffmann die Kapitalintensität der Gruppe verringern wird. Im derzeitigen Kursniveau spiegelt sich damit sehr viel Negatives.

Das bietet einerseits ein gewisses Sicherheitspolster. Andererseits eröffnet es einen attraktiven Einstiegspunkt für den Fall, dass SFS aufgrund ihrer individuellen Stärken tatsächlich besser durch den drohenden Abschwung manövrieren sollte, als viele Investoren es derzeit erwarten – oder falls sich ganz allgemein das Umfeld etwas aufhellen sollte.



INTERVIEW

«Unser Job besteht darin, auch kleine Perlen aufzuspüren»

Adrian Lechthaler und Manuel Bottinelli, Portfoliomanager bei Peter J. Lehner & Partner, sehen die Chance, dass eine kräftige Markterholung einsetzt. Im Interview sagen sie, an welchen Kernpositionen sie festhalten und was sie jüngst neu aufgebaut haben.

Ruedi Keller 27.10.2022



HINTER DER HEADLINE

SFS ergänzt im grossen Stil

Der Industriezulieferer wächst durch die Übernahme der deutschen Hoffmann Group um die Hälfte. Die Expansionslogik hinter dem Deal ist klar, das Margenpotenzial und der Preis sind es dagegen weniger.

Gabriella Hunter 22.12.2021



ANALYSE

Schweizer Fondsmanager warten auf die Kapitulation

Die vierteljährlich von The Market befragten Anlageprofis setzen angesichts der Turbulenzen am Aktienmarkt vorwiegend auf bewährte Titel und bauen bestehende Positionen aus. Die Inflation bleibe das dominierende Thema, glauben sie.

Gabriella Hunter 17.10.2022

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.