

Unternehmen

- 6 Siemens will wenig von Alstom
- 8 Das Impfstoffgeschäft bleibt attraktiv
- 10 Lukrative Pharmageschäfte in EmMa
- 11 Leonteq gibt Gas

Niedrigzinsen lassen hohe Aktienbewertung zu

SCHWEIZ Aktien sind teuer. Ein Grund spricht dafür, dass die hohen Bewertungen länger Bestand haben können. Umsichtige Anleger sehen sich allerdings vor.



Lindt & Sprüngli: sehr gut, aber für den Investor auch verdammt teuer.

ANDREAS KÄLIN

Zu hoch bewertet oder nicht, das ist die Frage am Aktienmarkt. «Es gibt heute sehr viele schlechte Unternehmen, die hoch bewertet sind, aber nur ganz wenige gute mit niedriger Bewertung», sagte Michael Pieper Anfang Juni an der Jahresmedienkonferenz seiner Beteiligungsgesellschaft Artemis Group. Der Unternehmer und Investor äussert sich natürlich nicht zu den Aktien der Schweizer Industrieunternehmen wie Forbo, Rieter oder Autoneum, an denen er beteiligt ist. Es würde sich auch schlecht machen, wenn er ihren Kurs herunterreden würde. Es gibt aber Manager, die hinter vorgehaltener Hand zu verstehen gegeben haben, dass sie die Bewertung ihres Unternehmens als zu hoch erachten.

Von Analysten sind Sturmwarnungen eher selten zu vernehmen. Alfred Roelli, Chefanalyst der Genfer Privatbank Pictet, hat kürzlich den Tenor von dieser Seite recht gut wiedergegeben: faire Bewertung ja, Überbewertung nein.

Eine Story basteln

Es finden sich aber diverse Signale, die zur Vorsicht mahnen: Gemessen an den Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGV), die auf den Ertragschätzungen für die jeweils nächstfolgenden zwölf Monate basieren, werden grosse und mittlere Schweizer Aktien mehr als eine Standardabweichung über dem langfristigen Durchschnitt gehandelt (vgl. Grafik 1).

Nachdenklich stimmt manche Marktteilnehmer auch, dass die mittelgrossen Werte zurzeit im Schnitt einiges teurer sind als die grosskapitalisierten: Aus der monatlichen Aktienanalyse der Bank Vontobel (vgl. Tabelle 2) geht hervor, dass

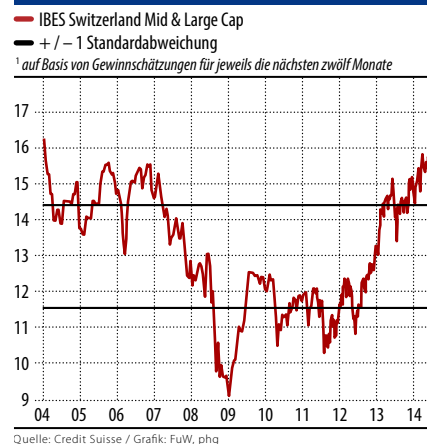
Schweizer Mid Caps zu einem KGV 2014 gehandelt werden, das 3,8 Punkte höher ist als das bei den Large Caps.

Ein Zeichen dafür, dass sich die Hausse in einem fortgeschrittenen Stadium befindet, sind auch die kräftigen Kursavancen der «gefallenen Engel» oder der «Superzykliser». Die geraten jeweils dann auf den Radarschirm der Marktteilnehmer, wenn alles andere bereits weit gelaufen ist, wie es ein Aktienfondsmanager beschreibt. Zu der Kategorie zählen die Aktien des aus einer tiefen Krise kommenden Modeunternehmens Charles Vögele oder des Werkzeugmaschinenherstellers Tornos, der im ersten Quartal 2014 noch rote Zahlen schrieb. Da werde jeweils, so der Fondsmanager, «eine Story drum herum gebastelt», um auch solchen Fällen auf die Sprünge zu helfen. Die Aktien Charles Vögele und Tornos gehören mit Kurszunahmen von 60 und über 50% in diesem Jahr zu den grossen Gewinnern.

Letztlich ist auch die oft verwendete Formel von der «fairen Bewertung» nur eine Umschreibung dafür, dass das Kurspotenzial nicht mehr gross ist. Jetzt müssten es halt die Unternehmensgewinne richten, tönt es stellvertretend für andere Banken, auch von Pictet. Ihr Chefanalyst Roelli ist zuversichtlich, dass dank robustem Ertragswachstum «die Gewinne in die erhöhte Bewertung hineinwachsen». Die Markterwartungen sind aber schon hoch – und damit die Gefahr, dass sie nach unten revidiert werden müssen.

Wie die Credit Suisse festhält, sind die vom Researchunternehmen Ibes ermittelten Gewinnschätzungen für den Schweizer Aktienmarkt für 2014 und 2015 in den vergangenen drei Monaten 1,7 und 1,2% gesunken (auf Basis des Medianwerts). Dies passt zur Regel, dass die Gewinne während der Konjunkturerholung meis-

Kurs-Gewinn-Verhältnis¹

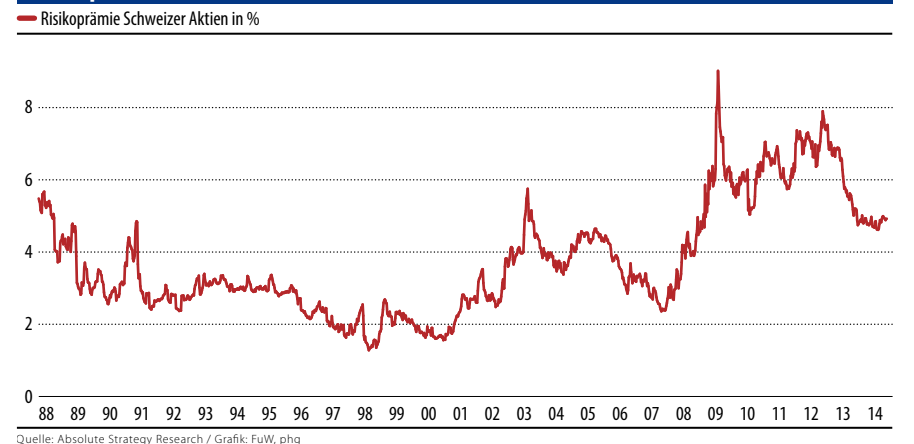


Hoher Roic = höhere Bewertung

Industrieunternehmen	Roic 2013 in % ¹	Kurs-Gewinn-Verhältnis 2014 ²
Geberit	26,0	24,0
Kühne + Nagel	21,8	21,5
Belimo	21,2	21,7
SGS	17,3	24,1
Bucher Industries	15,6	15,4
Dätwyler	15,6	17,0
Schindler PS	14,1	22,2
Burckhardt Compression	13,8	23,5
Forbo	13,8	15,6
Autoneum	13,7	13,9
OC Oerlikon	12,8	16,0
Georg Fischer	12,2	14,6
Kaba	12,2	19,4
ABB	11,5	16,7
Sika	10,8	23,8
Implenia	9,8	12,8
Sulzer	6,7	21,3
Rieter	6,6	15,3
Holcim	5,6	17,3

¹ Rendite auf das investierte Kapital, berechnet von der Neuen Helvetischen Bank ² basierend auf Schlusskursen per 16.6.2014 und FuW-Gewinnschätzungen

Risikoprämie



Die grossen Werte sind billiger als die mittelgrossen

	Geschätztes Gewinnwachstum pro Aktie		Kurs-Gewinn-Verhältnis	
	2014 in %	2015 in %	2014	2015
Aktien Schweiz: Vontobel-Universum	+17,2	+2,5	18,1	17,5
Large Caps	+19,1	-0,6	17,1	17,4
Mid Caps	+18,7	+11,2	20,9	17,8
Small Caps	+14,3	+19,4	20,8	17,1

Quelle: Vontobel, Daten per 30.5.2014

Die am höchsten und am tiefsten bewerteten Schweizer Aktien¹

Unternehmen	Kurs-Gewinn-Verhältnis 2014 ²	Unternehmen ³	Kurs-Buchwert-Verhältnis ³
am höchsten bewertet			
Panalpina	33,5	Roche GS	11,7
Cosmo Pharmaceuticals	30,2	Cosmo Pharmaceuticals	8,5
Dufry	29,6	SGS	7,8
Lindt & Sprüngli PS	29,4	Actelion	6,9
Temenos	26,6	Ems-Chemie	6,7
Actelion	26,1	Geberit	6,4
Straumann	25,5	Schindler PS	6,4
am tiefsten bewertet			
Baloise	10,8	Credit Suisse	1,0
Basler Kantonalbank	10,7	Helvetia	0,9
Zurich Insurance	10,6	Transocean	0,9
Helvetia	9,8	Swiss Re	0,9
Swiss Re	9,5	Swiss Life	0,8
Transocean	9,4	Basler Kantonalbank	0,7
Swiss Life	8,7	Alpico	0,5

¹ nur von SPI-Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von über 2 Mrd. Fr. ² basierend auf Schlusskursen vom 16.6.2014 und FuW-Gewinnschätzungen ³ ohne Beteiligungs- und Immobiliengesellschaften, basierend auf Schlusskursen vom 16.6.2014

tens überschätzt werden. Müsstens die Prognosen gestutzt werden, würde sich die Bewertungslage weiter zuspitzen.

Schlagkräftiges Argument

Die Befürworter der These einer fairen Bewertung haben aber ein schlagkräftiges Argument auf ihrer Seite, das für Profinvestoren von hoher Bedeutung ist: die Risikoprämie. Das ist nach gängiger Definition die Gewinnrendite von Aktien (ausgedrückt als Kehrwert des KGV) abzüglich des risikofreien Zinses von zehnjährigen Schweizer Staatsanleihen. Die Risikoprämie liegt klar über dem langjährigen Durchschnitt; das zeigt sich auch mit dem Ansatz der Londoner Analyseboutique Absolute Strategy Research, die sie u.a. mit geglätteten und langfristigen Trendgewinnen berechnet (vgl. Grafik 2).

Eine hohe Risikoprämie zeigt an, dass Aktien relativ zu Anleihen attraktiv sind. «Damit lässt sich begründen, warum Aktien zurzeit klar über ihren historisch üblichen Bewertungsniveaus gehandelt werden», sagt Remo Rosenau, Chefanalyst der Neuen Helvetischen Bank: «Wenn die Zinsen die nächsten zwei Jahre so tief bleiben wie jetzt, kann die Bewertung noch 20 bis 30% weiter steigen.»

Einfache Vorsichtsregeln

Auch in dieser Hausse finden sich genug Stimmen, die wenig Anlass zur Sorge und weiteres Kurspotenzial sehen – da liegt ein Grund, warum die Hausse jeweils die Hausse nährt. Wie soll sich der Anleger angesichts der widerstreitenden Meinungen verhalten? Es gibt einige einfache Regeln.

Generell lässt sich folgende Korrelation beobachten, so Analyst Rosenau: Vor allem Unternehmen mit einer überdurch-

schnittlichen Rendite auf dem investierten Kapital (Roic) seien vom Markt überdurchschnittlich hoch bewertet (vgl. Tabelle 1). Das macht auch Sinn: Wer einen hohen Roic erzielt, generiert viel Mehrwert, der via Dividenden oder wachstumsfördernde Investitionen wie Zukäufe den Aktionären zugutekommt.

Vorsicht ist da geboten, wo die Korrelation gebrochen wird, wo die Bewertung, aber nicht der Roic überdurchschnittlich hoch ist. Das trifft auf den Schokoladenfabrikanten Lindt & Sprüngli, den Aromen- und Riechstoffhersteller Givaudan oder die in der Bauchemie tätige Sika zu. Es sind sehr gute Unternehmen, mit einer treuen Fangemeinde. Doch eine weitere Bewertungsexpansion lässt sich kaum mehr rechtfertigen. Die Gefahr ist gross, dass sich die Titel einmal nicht mehr über-, sondern unterdurchschnittlich entwickeln. Eher der umgekehrte Fall ist Bucher Industries: Einem guten Roic steht eine vernünftige Bewertung gegenüber.

Für Finanzdienstleister wird der Roic nicht verwendet. Gemessen am Kurs-Gewinn- wie am Kurs-Buchwert-Verhältnis sind aber gerade Versicherer wie Swiss Life, Swiss Re oder Zurich Insurance ungewöhnlich niedrig bewertet (vgl. Tabelle 3). Die Skepsis ihnen gegenüber sitzt tief. Doch ihre Geschäftsmodelle sind konservativer, besser einschätzbar als früher. Da darf gefragt werden, ob die Aktien so einen hohen Malus noch verdienen.

Im Prinzip zeigt die hohe Risikoprämie an, dass der Anleger aufgelaufene Gewinne noch nicht realisieren sollte – angesichts der hohen Bewertungen ist aber eine Portion Zurückhaltung angebracht. Der erwähnte Aktienfondsmanager rät der Klientel derzeit, «Aktien etwas ab- und Cash aufzubauen». So bleibt der Anleger in Dividendenpapieren investiert und kann an einer weiterlaufenden Hausse teilhaben. Im Fall einer kräftigen Korrektur hat er aber auch noch Pulver übrig, um die tieferen Kurse für Zukäufe zu nutzen.

Anzeige

Primary research | Generating alpha | Long-term SRI

Responsible performance.

BCGE
Asset Management

Banque Cantonale de Genève
www.bcge.ch/assetmanagement +41 (0)58 211 21 00
Zürich office: Paolo Kyburz +41 (0)44 224 65 35
Genève Zürich Lausanne Lyon Annecy Paris Dubai Hong Kong