

Wo bei Schweizer Aktien Value-Fallen lauern

SCHWEIZ Im aktuellen Umfeld wirken zahlreiche Titel günstig, die es eigentlich nicht sind. Bei operativem und strukturellem Gegenwind wird es gefährlich.

CLAUDIA LANZ-CARL UND
JEFFREY HOCHEGGER

Die Bewertung von Aktien ist nur auf den ersten Blick einfach. Denn Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) können trügerisch sein. Besonders im momentanen Umfeld, in dem sich die Wirtschaft abzuschwächen droht und die Börsen nach einer langen Hausse am Wendepunkt stehen dürften. Anleger sollten aufpassen, beim Aktienkauf nicht in eine Falle zu tappen.

Eine sogenannte Value-Falle lauert, wenn «Unternehmen günstig bewertet scheinen, aber die Gewinne nicht wie erwartet steigen», sagt Georg von Wyss vom Asset-Manager BWM, der sich dem Value-Investing verschrieben hat. Eine enttäuschende Gewinnentwicklung könne mehrere Gründe haben, «vor allem eine schwache Bilanz», erklärt von Wyss. Weitere Möglichkeiten seien unrealistische Geschäftsziele des Unternehmens oder eine stärkere Konkurrenz als erwartet.

Die Analyse des Swiss Performance Index (SPI) zeigt: Gemessen am KGV für das Jahr 2019 handelt ein Grossteil der Werte mit einer Prämie zum breiten Markt. Rund ein Drittel der untersuchten Aktien ist aber tiefer bewertet als der Markt. Diese Aktien sind ziemlich gleichmässig verteilt. Je rund 10% handeln mit einem Abschlag von 10, 20 und 30%. Bei weiteren 10% liegt der Discount über 30% (vgl. Grafik 1). Beim KGV wird der Aktienkurs zum Gewinn pro Aktie ins Verhältnis gesetzt. Das KGV zeigt, wie oft der Gewinn einer Aktie im Aktienkurs enthalten ist. Je tiefer der Wert, umso attraktiver die Bewertung.

Zyklischer und Finanzwerte

Besonders zwei Kategorien von Aktien fallen mit einer unterdurchschnittlichen Bewertung auf: Papiere von Finanzdienstleistern und von konjunktursensitiven Unternehmen (vgl. Tabelle). «Zyklische Titel können in Boomphasen günstig aussehen, wenn die Aktien wegen des bevorstehenden Abschwungs bereits nachgegeben haben. Der Gewinnrend zeigt jedoch nach unten, was die Bewertung schnell steigen lassen kann», sagt Peter Frech, der als Fondsmanager bei Quantex unter anderem den Global Value Fund verantwortet. Auch Banken sähen am Ende einer konjunkturell starken Phase günstig aus.

Zum gleichen Schluss kommt die von «Finanz und Wirtschaft» durchgeführte Analyse. Zu den Aktien mit tiefen KGV ge-

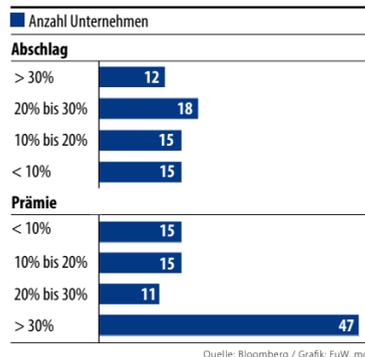
Bewertungsübersicht von Schweizer Aktien

Name	Kurs am 23.11.2018 in Fr.	Marktkapitalisierung in Mio. Fr.	KGW 2018	KGW 2019	KGW 2020	KBV	Dividendenrendite* in %	Kursentwicklung 2018 in %	Nettoschulden/Ebitda
Aryzta	1.27	1257	8	7	6	0,3	-	-84,6	n.a.
Credit Suisse	11.83	30 238	12	7	7	0,7	2,1	-30,9	n.a.
AMS	28.07	2370	12	8	5	1,6	1,4	-68,1	4,4
EFG International	6.49	1876	11	8	7	1,1	3,9	-35,0	n.a.
Schmolz+Bickenbach	0.60	571	7	8	7	0,6	-	-28,1	2,4
UBS	13.46	51 891	10	9	8	1,0	4,8	-21,9	8,4
Swiss Re	88.96	30 124	15	10	9	1,0	5,6	-2,5	n.a.
Julius Bär	41.15	9210	10	10	9	1,6	3,4	-29,3	n.a.
GAM	5.92	945	8	10	9	0,5	11,0	-60,9	-2,0
Leonteq	44.44	841	10	10	9	1,7	-	-27,1	-1,6
Varia	36.60	329	11	10	9	1,1	-	-7,6	n.a.
Autoneum	186.70	872	11	10	9	1,6	3,5	-33,5	1,0
Feintool	81.50	401	11	11	10	1,4	2,5	-29,7	1,3
Georg Fischer	805.00	3301	11	11	10	2,6	2,9	-37,5	0,9
Adecco	47.88	7976	11	11	10	1,9	5,2	-35,7	1,1
Zurich Insurance	305.00	46 161	12	11	10	1,6	5,4	+3,3	n.a.
Baloise	143.60	7008	12	11	10	1,1	3,9	-5,3	n.a.
Mobilzone	11.56	471	11	11	11	40,0	5,2	-5,9	1,7
U-Blox	83.30	591	13	11	13	1,7	2,7	-56,0	-0,4
Implenia	52.90	977	14	11	10	1,7	3,8	-19,7	-1,6
Vontobel	58.80	3344	13	11	10	2,0	3,6	-4,4	-19,1
Swiss Life	376.00	12 868	12	11	11	0,9	3,6	+13,3	n.a.
Schaffner	250.00	159	19	11	10	2,8	2,6	-18,2	n.a.
Vaudoise	506.00	1518	12	11	-	0,9	2,4	-4,3	n.a.
Hochdorf	148.80	213	18	11	8	0,8	2,7	-47,2	3,7
Kudelski	6.99	381	n.a.	12	10	0,9	1,4	-41,4	10,7
Helvetia	614.00	6106	12	12	12	1,2	3,7	+11,9	n.a.
Dufry	103.80	5592	13	12	11	1,8	-	-26,5	2,9
VP Bank	157.40	1041	14	12	11	1,0	3,5	+18,3	n.a.
Gurit	968.00	453	16	12	12	1,4	2,1	-7,7	-0,6
LafargeHolcim	44.75	27 159	14	12	11	1,0	4,5	-15,5	15,1
Also	113.00	1452	15	12	11	2,1	2,4	-13,8	1,2
Landis+Gyr	61.80	1824	13	12	12	1,0	-	-17,6	0,5
Bobst	73.65	1217	15	12	11	2,2	3,5	-43,2	-0,2
Swiss Performance Index	10 295.51	1 436 330	17	15	14	1,9	3,2	-4,2	2,1

A: Schätzung, KGV: Kurs-Gewinn-Verhältnis, KBV: Kurs-Buchwert-Verhältnis, n.a.: nicht aussagekräftig

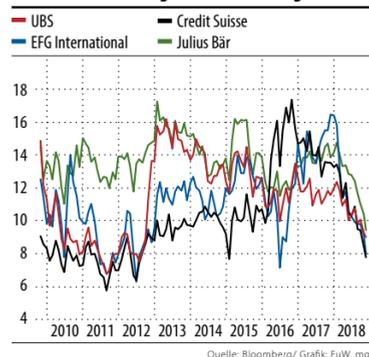
Quelle: Bloomberg

1 Mehrheit der Aktien ist teuer



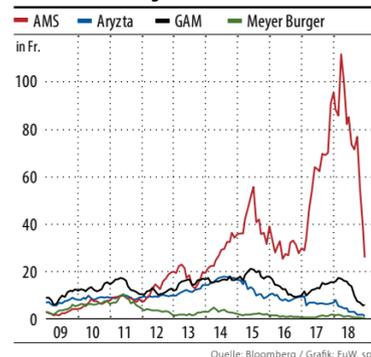
Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, mg

2 Bankenbewertung (KGV 12 Monate geschätzt)



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, mg

3 Kursentwicklung Value-Fallen



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, mg

hören Credit Suisse, EFG International, UBS und Julius Bär. Bei den Banken fällt auf, dass diese auch in der Vergangenheit nicht teuer waren, allerdings seit zwei Jahren erneut deutlich günstiger geworden sind. Wachstum wird in der Branche vorrangig über Kostensenkungen erzielt. Margendruck, Abhängigkeit von den Börsen und hohe Bussen verunsichern die Anleger. Das spiegelt sich bei den Banken in der diesjährigen Kursentwicklung von

-20 bis -36%. Trotz rückläufiger Bewertungen scheuen Investoren ein Engagement (vgl. Grafik 2).

Etwas anders ist die Situation bei den Versicherungen. Mit Zurich Insurance und Swiss Re handeln zwei SMI-Werte mit deutlichen Abschlägen. Die Performance von Zurich liegt seit Anfang des Jahres im Plus, was eher die Ausnahme unter den aufgeführten Titeln ist. Zudem zahlen die Versicherer eine überdurchschnittliche Di-

vidende: Die Rendite für 2018 beträgt bei Swiss Re 5,7% und bei Zurich 5,5%. Zahlt ein Unternehmen eine hohe und stabile Dividende, entwickeln sich die Aktien tendenziell stabiler, da die Papiere ab einer bestimmten Ausschüttungsquote allein wegen der Barauszahlung gekauft werden.

Es gibt neben operativen Schwächen einen weiteren Grund, warum Aktien nur vermeintlich günstig sein können. «Bei Strukturbrüchen gilt es aufzupassen. Va-

lue-Investoren orientieren sich stark an der Vergangenheit. Es gibt aber strukturelle Änderungen in verschiedenen Branchen, welche die Margen im künftigen Geschäftszyklus massiv beeinflussen», sagt Georg von Wyss von BWM. Er bringt die Digitalisierung im Detailhandel als Beispiel sowie die Energiewende, die konventionelle Stromproduzenten und deren Technologielieferanten stark unter Druck setzt. Teils überlagern sich konjunkturelle und strukturelle Einflüsse.

Auf die Bilanz achten

Die finanzielle Verfassung eines Unternehmens ist deshalb gerade jetzt sehr wichtig. Im Gesamtmarkt hat sich das Verhältnis der Nettoschulden zum Betriebsergebnis vor Abschreibungen und Amortisationen (Ebitda) seit Anfang 2018 verschlechtert. «Kommen viel Schulden und ein zyklisches Geschäft zusammen, kann es schnell tödlich werden», meint Frech. Er sieht bei Aryzta und AMS «grosse Risiken» (vgl. Chart und Texte unten). Auch Autzulieferer mit Nettoschulden seien gefährdet. Ein Fragezeichen setzt der Fondsmanager bei Credit Suisse, «wegen der dünnen Eigenkapitaldecke. Ebenso bei Kantonalbanken mit einem grossen Exposure zum Hypothekengeschäft, wenn der Immobilienboom endet.»

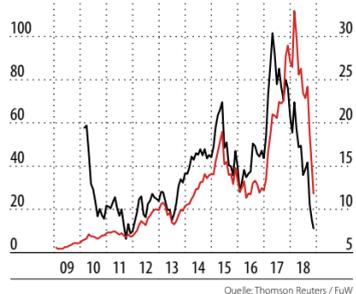
Anders sieht das der Asset-Manager BWM. Im Classic Value Equity Fund und im Classic Global Equity Fund sind Credit Suisse prominent vertreten, wie auch die Titel des Vermögensverwalters EFG International. Im Fall von Credit Suisse sieht BWM einen Abschlag von 45% gegenüber dem inneren Wert. «Die massive Restrukturierung der Grossbank in den vergangenen drei Jahren sollte 2018 abgeschlossen werden», meint Thomas Braun von BWM. Und: «Der Börsenwert reflektiert den Wert der einzelnen Aktivitäten unzureichend.» Optimistisch sind die Experten auch für den Zeitarbeitsvermittler Adecco, nachdem Investitionen in die IT zuletzt den Gewinn belastet hatten.

Wer jetzt unsicher ist, sollte auf Qualität setzen. «In der spätzyklischen Phase, in der wir uns momentan befinden, sind die Bewertungsunterschiede bei Aktien nicht mehr so gross», sagt Peter Frech von Quantex. Unternehmen mit einer soliden Bilanz und einem stabilen, defensiven Geschäft seien jetzt attraktiv bewertet. Dazu zählen Roche und Novartis. Auch Versicherer sind im gegenwärtigen Umfeld einen Blick wert.

AMS

Auf den ersten Blick wirken AMS-Aktien verlockend. Die Titel des österreichischen Chipherstellers, die an der hiesigen Börse kotiert sind, haben seit Anfang Jahr 70% an Wert verloren. **Alein in den vergangenen vier Wochen war es ein Abschlag von fast 50%.** Die Österreicher leiden mit ihrem grössten Kunden: Apple. Sie haben sich mit der Lieferung von Sensoren zu sehr abhängig gemacht vom US-Konzern – und es versäumt, frühzeitig andere, starke Kunden aufzubauen. Der Umsatzanteil von Apple bei AMS dürfte mehr als 50% betragen. Das lief lange gut, doch nun reduziert Apple die Bestellungen bei den Zulieferern, weil sich die aktuellen Geräte schlechter verkaufen als gedacht. **Nach Ergebniswarnungen und dem Verschieben der Mittelfristziele sind viele Investoren enttäuscht vom AMS-Management.** Ein Engagement drängt sich nicht auf. **TR**

— AMS I
Kurs: 28.07 Fr. | Valor: 24924656
— KGV 12 Monate geschätzt (rechte Skala)



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Aryzta

Der Backwarenhersteller Aryzta hat die turbulente Phase der Kapitalerhöhung hinter sich. **Ruhiges Fahrwasser kann trotz günstig scheinendem KGV nicht erwartet werden.** Die Bewährungsprobe, dass die Strategie auch operativ aufgeht, steht dem Management um CEO Kevin Toland erst noch bevor. Einen ersten Hinweis darüber wird der Zwischenbericht am nächsten Montag bringen. Viel Zeit, Aryzta zurück in die Spur zu bringen, bleibt nicht. **Fakt ist die weiterhin hohe Verschuldung.** Mit den neuen Eigenmitteln nehmen die Nettoschulden vom 5,1- auf das 2,6-Fache des Ebitda ab (ohne Hybridanleihen). Die Meinungen der Marktteilnehmer sind geteilt. Kaufempfehlungen sind aber klar in der Minderzahl. Wegen der hohen Risiken rät FuW, Aryzta auf die Beobachtungsliste zu nehmen, vorerst aber an der Seitenlinie zu bleiben. **GA**

— Aryzta N
Kurs: 1.27 Fr. | Valor: 4323836
— KGV 12 Monate geschätzt (rechte Skala)



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Credit Suisse

Die Aktien der Grossbank Credit Suisse erfüllen viele Kriterien eines typischen Value-Titels. **Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2019 von 7 handeln die Valoren mit einem Abschlag von rund 50% zum breiten Schweizer Markt.**

Auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 0,7 ist attraktiv. Beim KBV wird der an der Börse bezahlte Preis ins Verhältnis zum bilanziellen Wert des Unternehmens gesetzt. **Ein Wert von 0,7 bedeutet, dass das Eigenkapital mit einem Abschlag von 30% gekauft werden kann.**

Dieser Abschlag scheint unbegründet. Die Grossbank hat eine dreijährige Restrukturierung hinter sich. Während dieser hat sie sich von ihren Altlasten befreit, Bussen bezahlt, ihr volatiles Investment Banking verkleinert und Kosten reduziert. Dadurch sollten Gewinne stabiler ausfallen, was eine höhere Bewertung rechtfertigt. **JH**

— CS Group N
Kurs: 11.83 Fr. | Valor: 1213853
— KGV 12 Monate geschätzt (rechte Skala)



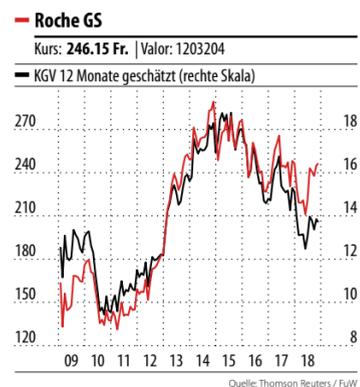
Quelle: Thomson Reuters / FuW

Roche

Die Genussscheine des Pharmakonzerns bestätigen derzeit den Ruf, als defensive Werte Börsenturbulenzen zu trotzen: **Aktuell notieren sie rund 3,6% über dem Niveau vom 24. Januar, als der Schweizer Leitindex SMI mit 9616 Zählern seinen Rekordstand erreichte – seitdem aber fast 9% verlor.** Die Roche-Papiere gewannen bis zuletzt sogar rund 18%, nachdem sie Anfang Juni noch auf das niedrigste Niveau seit fünf Jahren gesunken waren.

Offenbar haben die Anleger eine Reihe enttäuschender Studienergebnisse aus der Krebsimmuntherapie verkräftet. Sie waren eigentlich gut, zeigten aber nicht, dass Roche auf diesem Gebiet Marktanteile gewinnen kann. Zudem wuchs der Umsatz zuletzt sehr solide. Die Bewertung (KGV 14 für 2019) liegt unter dem Marktdurchschnitt und unter jener des Rivalen Novartis (16). **KUE**

— Roche GS
Kurs: 246.15 Fr. | Valor: 1203204
— KGV 12 Monate geschätzt (rechte Skala)



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Zurich Insurance

Die Zurich-Gruppe gehört zu den global führenden Anbietern von Versicherungsschutz für Private und Firmen. Sie ist in allen Segmenten der Schaden- und Lebensversicherung gut positioniert. **Der Konzern expandiert nur schwach, weil das Management explizit Ertrag vor Wachstum stellt.** An einer Grossakquisition ist CEO Mario Greco nicht interessiert, wie er am Donnerstag an einem Branchenkongress in Deutschland bekräftigte.

Da die Kapitalausstattung des Unternehmens üppig ist, wird seit Jahren der überwiegende Teil des Überschusses an die Aktionäre ausgeschüttet. Versicherungsschutz ist für Private wie Firmen notwendig. Die Nachfrage ist stabil. **Die Aktionäre von Zurich können deshalb auf eine verlässliche Geschäfts- und Gewinnentwicklung setzen.** Die Aktien sind nach allen Kriterien preiswert. **TH**

— Zurich Insurance N
Kurs: 305 Fr. | Valor: 1107539
— KGV 12 Monate geschätzt (rechte Skala)



Quelle: Thomson Reuters / FuW