



IM FOKUS

Viele Konsumgüterwerte sind nur vermeintlich sicher

Während die Unternehmensgewinne gemäss Nationaler Buchhaltung der USA stagnieren, steigt der Gewinn pro Aktie der kotierten Gesellschaften rapid. Grund sind die Aktienrückkäufe, die von vielen defensiven Wachstumswerten über Kredit finanziert werden.

Gregor Mast
24.07.2019, 02.00 Uhr

Es wird derzeit viel über die unbeabsichtigten Konsequenzen der lockeren Geldpolitik diskutiert. Zu den schädlichsten Effekten zählen die Verzerrungen an den Finanzmärkten, die in Preisblasen münden können, und die stetig grösseren Risiken, die Anleger eingehen, um eine ansprechende Rendite zu erzielen.

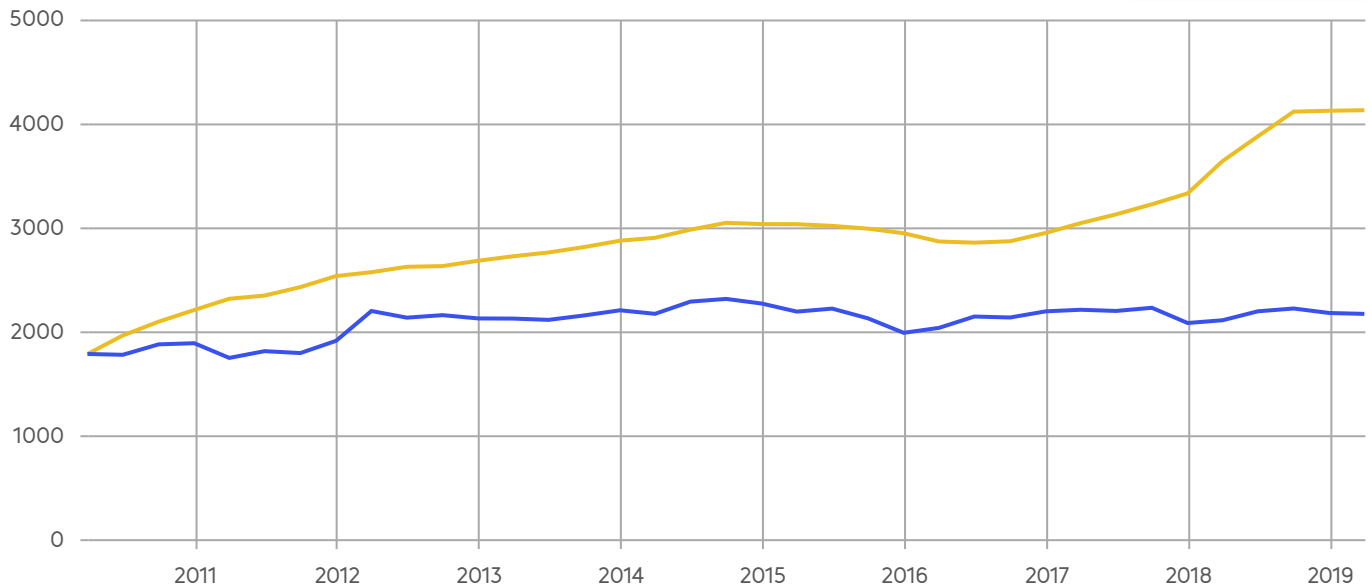
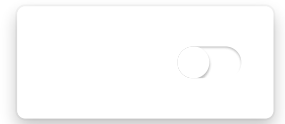
Ein Aspekt, der kaum thematisiert wird, ist das Auseinanderklaffen zwischen dem Gewinn je Aktie der im S&P 500 vertretenen Gesellschaften und der Gewinnentwicklung, die die Nationale Buchhaltung der USA ausweist.

Während Ersterer kräftig gestiegen ist, kommen die Gewinne in der Nationalen Buchhaltung seit 2012 nicht mehr vom Fleck.

Scherenbewegung nicht nachhaltig

Unternehmensgewinne gemäss Nationaler Buchhaltung (in Mrd. \$)

Gewinn je Aktie für die Unternehmen im S&P 500 (angepasst)



Quelle: Bloomberg, themarket.ch

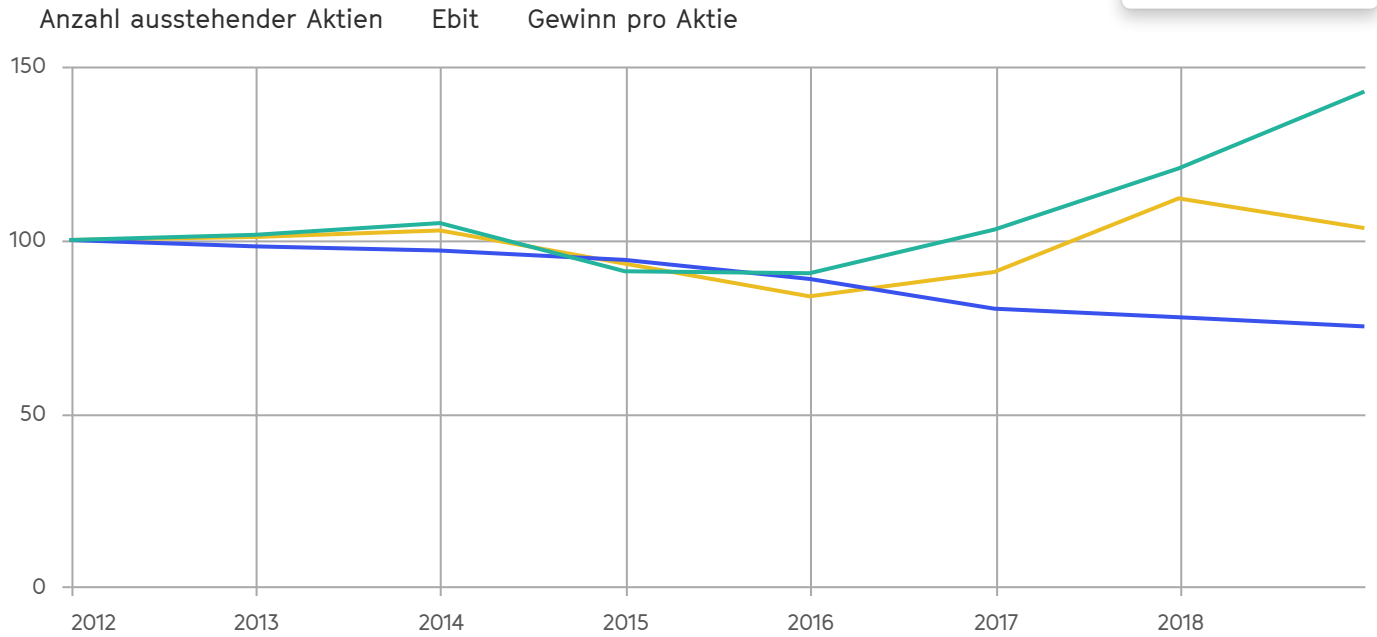
Den Unterschied machen neben der Sektorzusammensetzung – die Nationale Buchhaltung umfasst auch die nichtkotierten Unternehmen – die Aktienrückkäufe, die den Gewinn je Titel verdichten.

Sie sind eine direkte Folge der Niedrigzinspolitik der amerikanischen Notenbank. Viele Unternehmen haben eigene Valoren auf Kredit zurückgekauft, weil sie sich praktisch kostenlos verschulden können.

Besten Anschauungsunterricht bieten Titel aus dem Konsumbereich wie McDonald's. Der Gewinn auf Stufe Ebit (Gewinn vor Zinsen und Steuern; gelbe Kurve in der Grafik) stagniert seit 2011. Weil die Restaurantkette aber fleissig Valoren zurückkauft, ist der Gewinn pro Aktie (grüne Kurve) im selben Zeitraum um 40% gestiegen:

McDonald's steigert den Gewinn pro Aktie trotz stagnierender Aktienrückkäufe

Alle Serien auf 100 indexiert

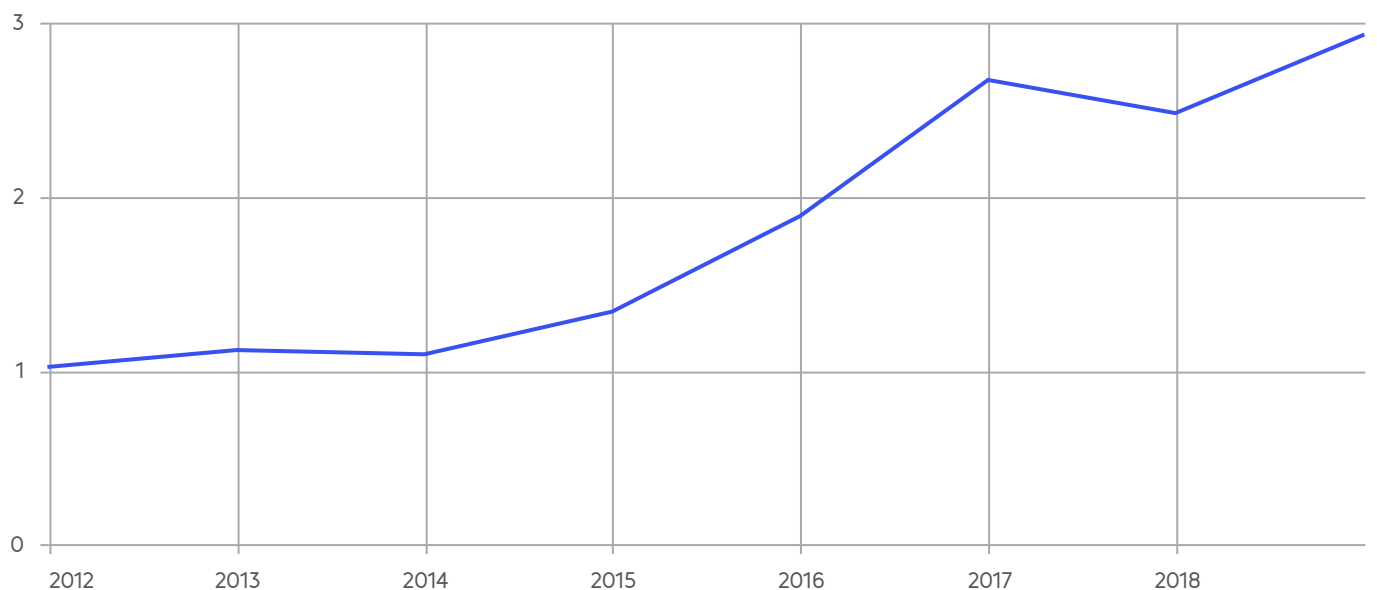


Quelle: Bloomberg, themarket.ch

Aktienrückkäufe sind so lange kein Problem, als sie aus dem erwirtschafteten Cashflow finanziert werden. Das werden sie aber oft nicht. McDonald's hat die Schulden in den letzten Jahren fast verdreifacht:

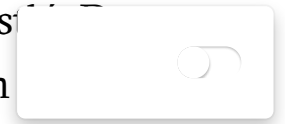
McDonald's hat die Verschuldung verdreifacht

Nettoschulden zu Ebitda



Quelle: Bloomberg, themarket.ch

Das gilt für viele Namen im Konsumgütersektor, auch für Nestlé. Der Nahrungsmittelkonzern hat seine Nettoschulden seit 2013 um 20% erhöht, während der Gewinn leicht geschrumpft ist.



«Die einst so verlässlichen Fluchtburgen sind marode geworden», folgert Peter Frech vom Schweizer Vermögensverwalter Quantex in seinem aktuellen Monatsbericht. «Viele prominente Konsumgütertitel sind inzwischen massiv überschuldet.» Gleichzeitig zeige ihr Kerngeschäft Schwächen.

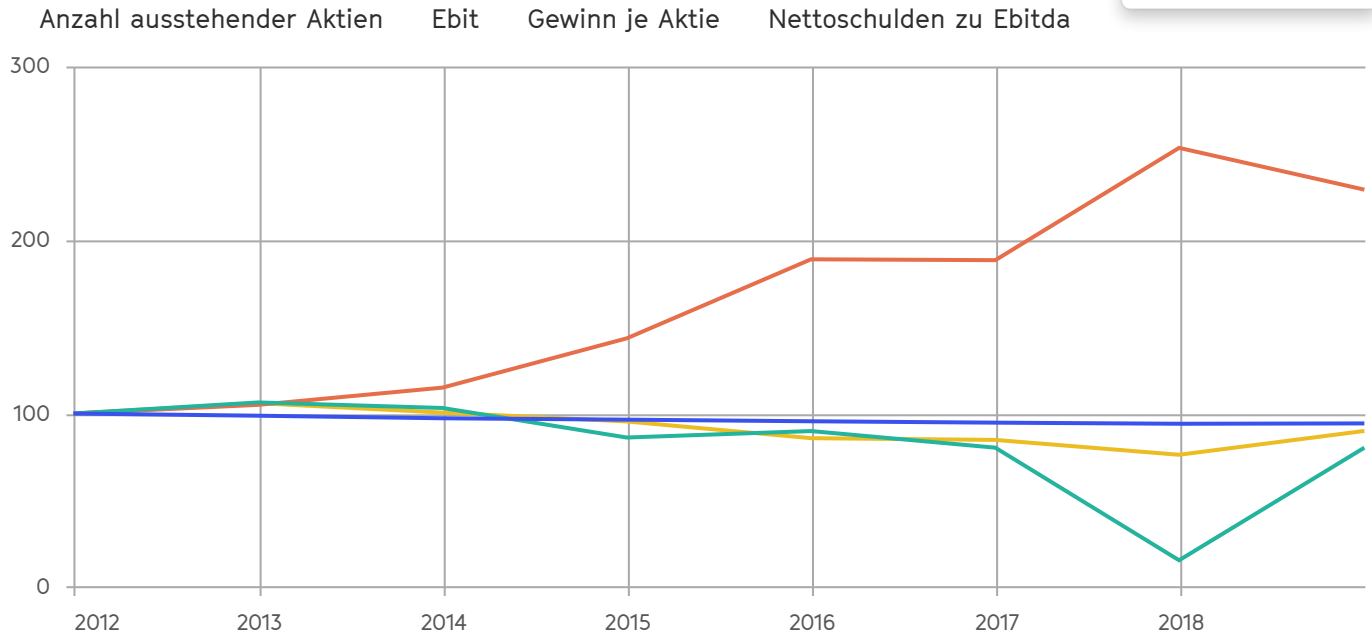
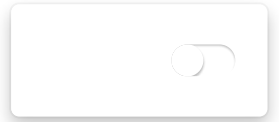
Strukturelle Ertragsschwäche

Die Ertragsschwäche sei bei vielen Namen nicht vorübergehend, sondern die Folge eines strukturellen Trends wie gesunder Ernährung oder der Bevorzugung lokaler Produkte, folgert Frech. Die Kombination eines schwächelnden Kerngeschäfts mit einer drückenden Schuldenlast mache viele historisch bewährte Valoren des Konsumgütersektors zu einer riskanten Anlage.

Frech illustriert seine Aussage anhand des Getränkeriesen Coca-Cola. Dieser hat seine Verschuldung in den letzten Jahren auf mehr als das Dreifache des Ebitda (Betriebsgewinn vor Abschreibungen und Amortisation) getrieben, und wie bei McDonald's und Nestlé hat der Cashflow nicht Schritt gehalten:

Der Leistungsausweis von Coca-Cola

Alle Serien auf 100 indexiert



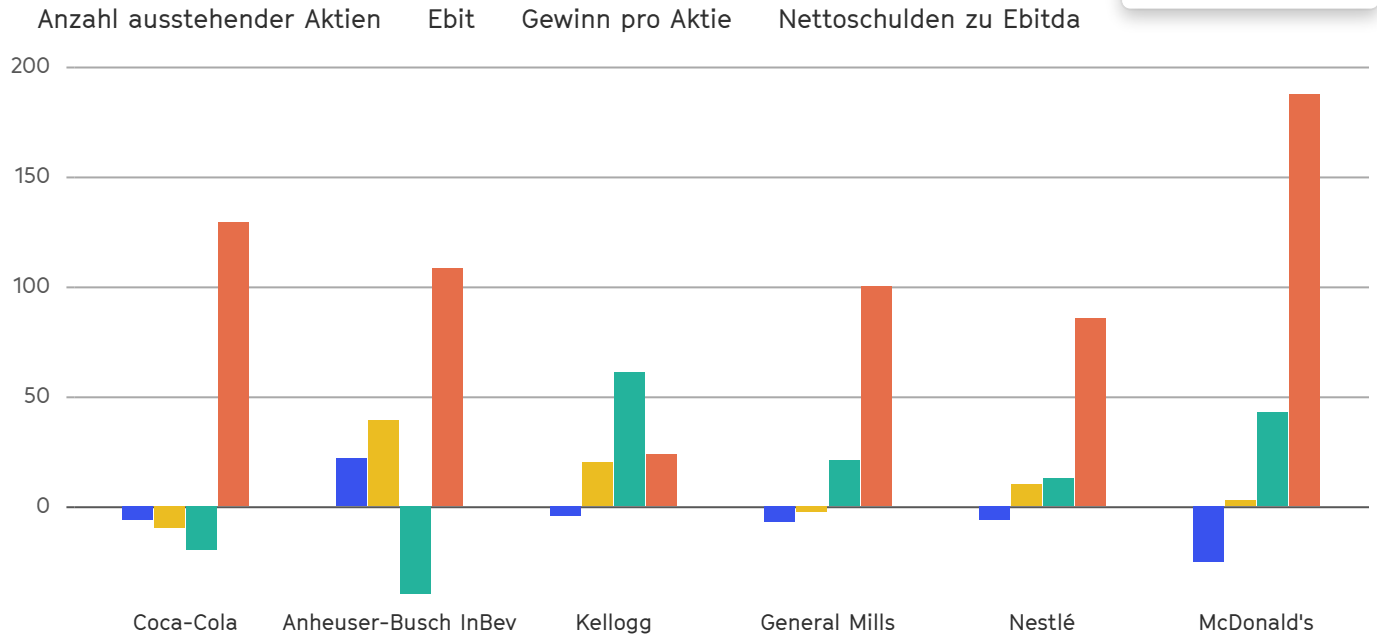
Quelle: Bloomberg, themarket.ch

«Coca-Cola erzielt heute trotz zahlreichen Übernahmen nicht mehr Ebitda als vor zehn Jahren.» Farbiges Zuckerwasser sei eben nicht das Trendgetränk der gesundheitsbewussten Millennial-Generation.

Beispiele gebe es zuhauf, schreibt Frech. Kraft Heinz verkaufe Ketchup, Käse und Fertiggerichte und stehe damit gegen den Trend zu frischer Ernährung. Ein ähnliches Problem hätten Kellogg und General Mills, denen das Kerngeschäft mit Frühstücksflocken wegen des immer beliebter werdenden Verzichts auf Kohlenhydrate wegbreche. Und Anheuser-Busch InBev sei mit wässrigem Lagerbier gross geworden, das durch den Trend zu lokal gebrautem und variantenreichem Craft Beer bedroht werde.

Wachstum tritt vor allem bei der Verschuldung auf

Veränderung gegenüber 2011 (in %)



Quelle: Bloomberg, themarket.ch

Frech verzichtet auf solche Titel. Derzeit seien viele der von diesen Unternehmen emittierten Anleihen noch mit BBB eingestuft und damit Anlagequalität, obwohl sie rein quantitativ eigentlich schon zu den Schrottanleihen gehören würden. «Doch wenn die Herabstufung auf Junk einmal kommt, werden auch die Aktien leiden.»

Dividendenkürzungen wie letztes Jahr bei Anheuser-Busch InBev dürften dabei noch das geringste Übel sein. «Im schlimmsten Fall drohen den Aktionären Kapitalerhöhungen, der Ausverkauf von Unternehmensteilen oder gar der Konkurs», schreibt Frech.

Nationale Buchhaltung sendet Warnsignal

Gefahr droht, wenn sich Konjunktur und Gewinne übermässig ausbreiten oder die Zinsen steigen. Während höhere Zinsen derzeit kaum zu erwarten sind, hält die Nationale Buchhaltung eine Warnung bereit, denn seit Herbst 2018 sinken die aggregierten Unternehmensgewinne.

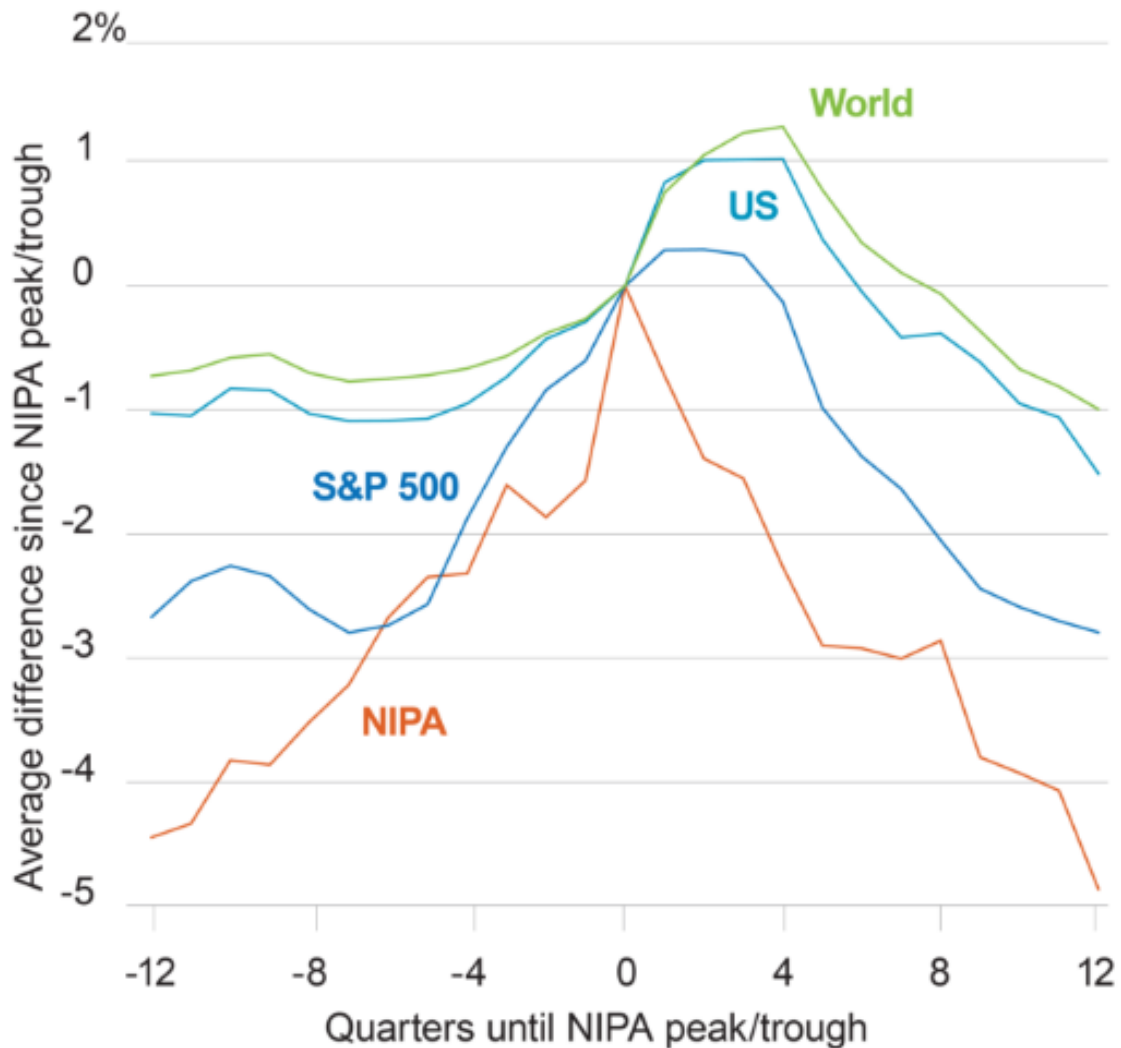
Das ist gemäss Elga Bartsch vom BlackRock Investment Institute ein schlechtes Zeichen. So drehten die Gewinnmargen in der Nationalen Buchhaltung (orange Kurve in der Grafik) im Mittel der letzten dreissig Jahre drei Quartale vor dem S&P 500 und gar ein Jahr vor dem MSCI USA und dem MSCI World.

Die Zeit für eine Abkühlung ist demnach reif.



NIPA margins in the lead

Profit margins across different measures, 1988-2018



Sources: BlackRock Investment Institute, BEA, Standard & Poor's and MSCI, with data from Thomson Reuters, March 2019. Notes: The chart shows the average path of S&P 500, MSCI USA and MSCI World (representing broader developed market listed companies) profit margins benchmarked against NIPA turning points in percentage points. Point zero is when NIPA margins have peaked. Paths around troughs have comparable but inverted shapes.

IM FOKUS

Wann Nestlé mit Aktienrückkauf Wert vernichtet

Der Nahrungsmittelmulti folgt dem Zeitgeist: Er kauft zu hohen Preisen eigene Aktien zurück und hat die Verschuldung stark erhöht.

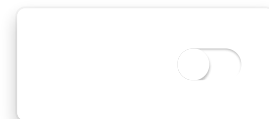
Andreas Kälin 12.06.2019

IM FOKUS

Der Buyback-Boom kühlt sich ab

Amerikanische Konzerne kaufen weniger eigene Aktien zurück. Was bedeutet das für die Aussichten an den US-Börsen? Und vor allem: In welchen Titeln spielen Rückkäufe eine wichtige Rolle?

Christoph Gisiger 22.07.2019

IM FOKUS

Die nächsten Monate werden ruppig

Anleger unterschätzen den Abschwung. Die US-Notenbank werde deshalb nicht nur die Zinsen senken, sondern auch den Bilanzabbau vorzeitig beenden, meinen Börsenexperten. Das spricht für Gold und Treasuries.

Gregor Mast 27.06.2019

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.