

Zusammenfassung Präsentation Schweizer Small- und Midcaps

Joern Iffert, Fabian Haecki & Sebastian Vogel (UBS Analysten)

Der UBS-Analyst Joern Iffert erwartet ein volatiles und herausforderndes Marktumfeld für Schweizer Small- und Midcaps. Er wäre nicht überrascht, wenn wir Ende Jahr denselben Indexstand wie anfangs Jahr sehen werden. Zum einen haben sich die Aktienmärkte bereits überdurchschnittlich gut entwickelt, wodurch das Rückschlagspotenzial stetig steigt. Zudem würden gemäss dem UBS-Analysten viele Endmärkte in einer Rezession stecken und sich erst im zweiten Halbjahr erholen. Der Sektor rund um „Construction“ sei allerdings nach wie vor robust.

Barry Callebaut (UBS Rating: BUY, 12Mt Price Target: CHF 2'050) ist aus seiner Sicht aktuell eine der erfolgsversprechendsten Anlagemöglichkeiten. Der Schokoladenhersteller verfügt mit der Jacobs-Familie über eine sehr stabile Eigentümer-Struktur (knapp 60% werden von der Jacobs Holding oder einzelnen Familienmitgliedern gehalten) und über eine ausgezeichnete Marktstellung. Der weltweit führende Hersteller von Flüssigschokolade (zu den Kunden zählen Lebensmittelkonzerne wie Mondelez) stellt rund 20% der globalen Schokolade her und verfügt über ein weitreichendes Distributionsnetzwerk. Die UBS führt zudem den ausgewogenen Produkt-Mix und die neue Division „Gourmet“ (beinhaltet „high-end“ Schokolade), welche mit nur 10% vom Gruppenvolumen rund 40% zum Gruppenprofit beiträgt und damit überdurchschnittliche Margen erwirtschaftet. Die EBITDA-Marge des erwähnten Segments ist mit 20% rund doppelt so hoch wie jene des Marktes. Auch in Bezug auf Wachstumsparemeter verfügt das Unternehmen mit einem Umsatzwachstum von 5% (Marktdurchschnitt liegt zwischen 1% und 2%) über starke Argumente. Mit einer moderaten Bewertung – gemäss dem Analysten sei die Aktie gar unterbewertet – gehört diese derzeit zu einer seiner präferiertesten Anlagen.

Meiden würde Herr Iffert im momentanen Umfeld die Aktien des Reisedetailhändlers Dufry (UBS Rating: NEUTRAL, PT: CHF 105) und der in der Halbleiterindustrie tätigen VAT Group (UBS Rating: NEUTRAL, PT: CHF 100). Dufry sei weiterhin mit strukturellen Problemen beschäftigt; so zum Beispiel der Trend hin zu einer stetig steigenden Preistransparenz (insbesondere junge Konsumenten vergleichen vermehrt vor Ort via Smartphone die Preise von Duty-free-Shops mit Amazon), die wachsende Privatisierung von Flughäfen (das Resultat sind steigende Mieten für Shoppingflächen) oder das generell abnehmende Interesse an Duty-free-Shops (Passagiere unterhalten sich an Flughäfen mit Streamingdiensten wie Netflix oder Social Media selbst).

Bei VAT führt der Analyst vor allen Dingen die stattliche Bewertung auf und fügt an, dass es sich hierbei um die mit Abstand teuerste Aktie im Halbleiter-Sektor handelt. Nebst der erwähnten hohen Bewertung lassen ihn überdurchschnittlich hohe Investitionsausgaben (Capex) sowie stark fallende Chippreise (ca. -20%) vorsichtig stimmen.

Fabian Haecki präsentiert mit Sulzer (UBS Rating: BUY, PT: CHF 128) seine Top-Idee. Das Schweizer Industrieunternehmen ist auf Pumpen, Services für rotierende Maschinen (z.B. Motoren, Generatoren sowie Gas- und Dampfturbinen), Chemtech (Sulzer ist Marktführer in der Bereitstellung von Monomer- und Polymerproduktionstechnologien, die unter anderem für die Entgasung benötigt werden) sowie auf Applikationstechnologien (bspw. Stifte und Bürsten für die Kosmetikbranche oder dentale Dispenser) spezialisiert. Zum Kundenkreis Sulzers gehört die Kosmetik- respektive Pharmabranche, jedoch auch Zahnärzte und Klebstoffunternehmen. Der in Winterthur ansässige Konzern ist jedoch mit einem Anteil von knapp 50% im Öl- und Gasgeschäft vor allem von Energiepreisen abhängig. Gemäss dem UBS-Analysten notieren die derzeitigen Ölpreise (Brent handelt derzeit bei rund USD 71, WTI bei ca. USD 62) jedoch mehr als genug hoch, um Sulzers Geschäftsfelder profitabel zu gestalten.

Zudem sieht er eine Preiserholung in der Division „Pumps“, welche rund 38% zum Gesamtumsatz der Gruppe beiträgt (Anteil Services für rotierende Maschinen 32%, Chemtech 17% u. Applikationstechnologien 13%). Rund 43% des Bestellungseingangs wird in der Region EMEA (Europa, Naher Osten und Afrika) generiert, der Doppelkontinent Amerika steht für rund 37% und die Wirtschaftsregion Asien-Pazifik (APAC) kommt auf anteilmässige 20%. Die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr seien gemäss Herrn Haecki (zu) verhalten ausgefallen und lassen durchaus Raum für positive Überraschungen bei der Vorlage der Halbjahreszahlen (vorgesehen am 24. Juli 2019). Das fundamentale Umfeld (steigende Energiepreise, Marktpositionierung sowie solides Wachstum respektive Nachfrage) sollte Sulzer Rückenwind verleihen.

Bezüglich Geberit (UBS Rating: SELL, PT: CHF 355), dem europäischen Marktführer für Sanitärprodukte, nimmt der UBS-Analyst im Moment eine zurückhaltende Stellung ein. Verglichen mit der hohen Bewertung weist der Sanitärtechnikkonzern ein zu bescheidenes Margenpotential aus. Ebenfalls bescheiden zeigt sich die Entwicklung der Umsatzwachstumsraten, die mit 2% bis 3% zu gering ausfallen. Im zweiten Geschäftsquartal erwartet UBS zudem steigende Materialkosten (40% machen dabei Metalle, 35% elektronische Komponenten und 25% Plastik aus), welche das Ergebnis von Geberit negativ beeinflussen dürften. Des Weiteren birgt der hohe Umsatzanteil Deutschlands von 30% ein Klumpenrisiko (danach folgen die mittel- und osteuropäischen sowie nordischen Länder mit anteilmässig jeweils 10% sowie die Schweiz mit 9%). Das Unternehmen mit Sitz in Rapperswil-Jona ist allerdings ausgezeichnet positioniert – Geberit ist bei Installationssystemen in jedem EU-Land jeweils Marktführer mit einem 10mal höheren Marktanteil als der nächste Konkurrent – und verfügt mit den 3 Divisionen „Installation & Flushing Systems (37%), „Piping Systems“ (30%) und „Bathroom Systems“ (33%) über eine nahezu komplette Produktpalette im Sanitärbereich.

Sebastian Vogel, UBS-Analyst, weist auf die moderate Bewertung (erwartetes KGV für 2019 von 19.8) des Schweizer Logistikunternehmens Kühne + Nagel (UBS Rating: BUY, PT: CHF 154) und die attraktive Dividendenrendite (rund 4.5%) hin. Die Konkurrenten DSV und Panalpina weisen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 24 respektive 49 teils deutlich höhere Bewertungen auf. Die in der Logistikbranche wichtige Kennzahl EBIT pro Tonne dürfte sich gemäss dem UBS-Analysten im zweiten Halbjahr erholen und ein positives Wachstum aufweisen. Die Sorgen über einen starken Volumenschwund bei Frachtgütern sind gemäss UBS übertrieben und stellen den Hauptgrund für die, relativ betrachtet, tiefe Kursnotierung dar. Die Seefracht steht anteilmässig für über 40% (42%) des operativen Gewinns (EBIT), die Luftfracht kommt auf 36% und die restlichen 22% stammen aus dem Überland- und Kontraktlogistikgeschäft. Herrn Vogel sieht insbesondere in den Bestrebungen zu effizienteren IT-Tools ein grosses Steigerungspotenzial der Profitabilität, wodurch tiefere Kostenstrukturen erreicht werden sollen.

Meiden würde der UBS-Analyst hingegen die Aktien von Interroll (UBS Rating: SELL, PT: CHF 1'330). Die Interroll Gruppe ist der global führende Anbieter von Lösungen für den Materialfluss. Die Produkte reichen über sogenannte „Rollers“ (Förderrollen, machen rund 21% des Umsatzes aus), „Drives“ (Motoren und Antriebe für Förderanlagen, 29%), „Conveyors & Sorters“ (Förderer & Sorter, 39%) sowie „Pallet & Carton Flow“ (Fliesslager, 11%). Die Automationslösungen werden unter anderem bei Express- und Postdiensten, im E-Commerce, in Flughäfen sowie im Automobilsektor eingesetzt. Zum einen ist die Bewertung der im Tessin ansässigen Interroll Gruppe relativ zur Industrie-Branche stattlich (zur Peer-Group handelt der Titel mit einer 60%-Prämie). Zum anderen hätte sich das Management gemäss Herrn Vogel bezüglich des laufenden Geschäftsganges sehr zurückhaltend geäussert und erwartet infolgedessen eine tiefere Margenentwicklung. Die langfristige EBIT-Margenentwicklung (von 2008 bis 2018) zeigt indes ein ähnliches Bild: Mit einer über den erwähnten Zeitraum durchschnittlichen EBIT-Marge von 8.6% konnte das Unternehmen ihre eigene Zielvorgabe von über 10% nicht erfüllen.

Unsere Meinung

Schweizer Small- und Midcaps vollzogen in den letzten Jahren eine eindrucksvolle Entwicklung und sind dementsprechend bewertet. Die Ausschläge nach oben wie nach unten (Volatilität) nehmen tendenziell zu, was uns vorsichtiger stimmen lässt. Es gilt hierbei selektiv vorzugehen und einzelne Titel nach Rückschlägen zu kaufen. Als interessant erachten wir Nebenwerte wie OC Oerlikon, Schindler oder Georg Fischer.

Verfasser: Rafael Strub, Key Advisors AG

Erstellungsdatum: 20. Mai 2019

KEY ADVISORS AG, Aeschengraben 9, CH-4051 Basel, Tel: 061 226 20 35, www.keyadvisors.ch

Der vorliegende Bericht wurde von der KEY ADVISORS AG erstellt und dient der Information an Kunden sowie andere interessierte Kreise. Sämtliche im Bericht enthaltenen Informationen basieren auf den von Firmen und Banken zur Verfügung gestellten Unterlagen oder Informationen. Sie wurden mit grösstmöglicher Genauigkeit recherchiert und aufbereitet. Trotzdem können Fehler, Falschangaben, oder Missverständlichkeiten nicht ausgeschlossen werden. Unsere Einschätzungen und Beurteilungen wurden so umsichtig wie möglich erstellt; sie bieten aber keine Gewähr für eine identische zukünftige Entwicklung. Die KEY ADVISORS AG übernimmt daher keine Garantie und keine Haftung für die Richtigkeit der in dieser Publikation vermittelten Informationen.