

Anliegen aktuell

Aktien

Januar 2024

Feedback von Schweizer Aktienkonferenz: Unterschiedliche Zuversicht für 2024 bei defensiven (+) und zyklischen (-) Unternehmen

Im Rahmen einer Swiss Equities Conference von Anfang Januar 2024 hatten wir die Möglichkeit, verschiedene kotierte Schweizer Unternehmen zu treffen. Der konjunkturelle Gegenwind und vor allem die verzögerte Bremswirkung der Leitzinserhöhungen auf die Realwirtschaft ist bei den Unternehmen spürbar. Sie begrenzen deren Visibilität und ihre Zuversicht bezüglich der Entwicklung des Geschäftsjahrs 2024. Das Nachfrageumfeld wird als volatil und heterogen wahrgenommen. Unternehmen in den defensiven Sektoren Nahrungsmittel und Gesundheit verweisen auf eine stabile oder positive Entwicklung. Das Bild in den zyklischen Sektoren ist hingegen zweigeteilt: Während der frühzyklische Technologie- und Halbleitermarkt die Talsohle durchschritten hat und sich eine Erholung auch dank künstlicher Intelligenz abzeichnet, leiden die klassischen Industrie- und Maschinenbaumärkte unter der rückläufigen Auftragslage sowie dem starken Franken.

Worum geht es?

Unsere Einschätzung zu den einzelnen Unternehmen betrifft die aktuelle Unternehmensentwicklung und ist gekennzeichnet mit **+**, **=** oder **-**.



«Im Gegensatz zu defensiven Sektoren beeinträchtigt der konjunkturelle Gegenwind den Ausblick 2024 für den Industriesektor zunehmend. Das könnte aufgrund der gestiegenen Markterwartungen bei zyklischen Industrieaktien zu Enttäuschungen führen.»

Reto Amstalden, Berater Investment Services

Was ist bei einzelnen Unternehmen aufgefallen und was ist unsere Einschätzung dazu?

Sika (Bau und Infrastruktur/Bauwerkstoffe) –

auf Top-Pick-Liste der ZugerKB

- =** Sika ist gegen Ende 2023 mit regional unterschiedlichen Nachfragetrends konfrontiert (EU «+», Nordamerika «-», APAC «+»). Dennoch hat sich das organische Umsatzwachstum im 4. Quartal gegenüber dem 3. Quartal stabil entwickelt. Erwähnenswert ist hierbei, dass der Volumeneffekt im 4. Quartal 2023 in den positiven Bereich zurückgekehrt ist. Der Preiseffekt war im 4. Quartal 2023 hingegen nur noch marginal positiv (1. Quartal 2023: +9 %).
- +** Sinkende Rohstoffpreise und -kosten sowie erste Kostensynergien aus der MBCC-Akquisition haben im 2. Halbjahr 2023 zu einer Verbesserung der Gewinnmargen gegenüber dem 1. Halbjahr geführt, was die Markterwartungen übertreffen sollte. Die Bruttomarge wird Anfang 2024 schneller als erwartet wieder

in den Zielbereich von 54 bis 55 Prozent zurückkehren, nachdem die gestiegenen Rohstoffkosten die Marge Ende 2022 auf 49 Prozent reduziert hatten.

- + Sika ist für 2024 zuversichtlich mit solider Visibilität für ein zweistelliges Umsatzwachstum (Infrastrukturprojekte, Volumenerholung, Akquisitionen) und eine weitere deutliche Margenverbesserung im 2024 (Bruttomargenerholung, Kosteneffizienzsteigerungen, MBCC-Akquisitionssynergien).

Aryzta (Grundnahrungsmittel/Industriebäckerei) –

auf Top-Pick-Liste der ZugerKB

- + Trotz schwieriger Konjunkturlage vor allem im Schlüsselmarkt Deutschland sollte Aryzta im 4. Quartal 2023 ein positives Volumenwachstum erzielt haben. Dies deutet darauf hin, dass Aryzta weiter Marktanteile gewinnt. Als grösster europäischer «Bäcker» mit Volumenvorteilen und Preissetzungsmacht profitiert Aryzta davon, dass die schwache Nachfrage bei gleichzeitig steigenden Kosten zu zahlreichen Schliessungen kleinerer Bäckereien führt. Aryzta bleibt daher zuversichtlich, ein weiterhin positives Volumenwachstum, eine Verbesserung der Gewinnmargen 2023 und damit die mittelfristigen Ziele für 2025 zu erreichen.
- + Dank Fokus auf Cash-Generierung und Schuldenabbau zeichnet sich die vollständige Ablösung der Hochzins- bzw. Hybridanleihe ab (ausstehend EUR 465 Mio., Zins ~7%), was das Gewinnwachstum deutlich verbessern sollte. Zudem will Aryzta Ende 2024 neue Finanzziele für 2028 bekanntgeben. Für Aryzta ist ein weiteres Margenverbesserungspotenzial zu erwarten, das über das Ziel von 14,5 Prozent für 2025 hinausgeht.

Cembra (Finanzen/Kreditfinanzierungen ausschliesslich in der Schweiz)

- = Stabile Nachfrage nach Konsumkredit und Auto-leasing dank robuster Schweizer Wirtschaft. Die Ausfallrate beim Kreditportfolio dürfte unter der Zielgrösse von 1 Prozent bleiben (1. Halbjahr 2023: 0,7%).
- + Der Druck auf die Gewinnentwicklung im 1. Halbjahr infolge der schwächeren Nettozinsmarge (verzögerte Weitergabe gestiegener Refinanzierungskosten im neuen Zinsumfeld) dürfte sich im 2. Halbjahr 2023 entschärft haben (stabile Nettozinsmarge, Kostenoptimierungseffekte); eine attraktive Dividende und eine Rendite von 6 Prozent sind gesichert.
- + Der Ausblick auf rückläufige Zinsen im Jahr 2024 sowie weitere Kostenoptimierungen weisen 2024 auf einen deutlichen Gewinnanstieg hin, während Cembra auf Kurs bleibt, um die Ziele für 2026 zu erreichen (Wachstum des Gewinns pro Aktie von 5% p.a.).

Komax (Auto/Automation und Maschinenbau)

- Die schwächere Konjunktur hat das Investitionsklima in der Autoindustrie gegen Ende 2023 spürbar verschlechtert, was zu Projekt- und Lieferverzögerungen bei hochprofitablen Standardmaschinen (für Kapazitätserweiterungen) führt und in einer Gewinnwarnung resultiert. Der Ausblick für 2024 ist schwach, und die Kennzahl Neuaufträge im Verhältnis zum Umsatz von 0,9x im Jahr 2023 deuten auf einen Umsatz- und Gewinnrückgang 2024 hin.
- + Der langfristige, strukturelle Megatrend Automatisierung bleibt in der Autoindustrie intakt, was weiteres Wachstum nach 2025 ermöglichen sollte. Komax hat die langfristigen Umsatzwachstumsziele mit 6 bis 9 Prozent p.a. bis 2028 bestätigt.

Schweiter (Bau und Wind/Leichtbauteile)

- + Schweiter befindet sich in einer Turnaround-Situation. Erste Margenverbesserungen erfolgten im 1. Halbjahr 2023. Mit einer Gewinnmarge von 8 Prozent bleibt das Niveau immer noch deutlich unter dem historischen Durchschnitt von 11 bis 12 Prozent. Kostenoptimierungen und eine Stabilisierung der Nachfrage nach Leichtbau-/Verbundwerkstoffen in den Märkten Bau, Wind und Transport sollten 2024 jedoch eine weitere Verbesserung möglich machen.
- Während Schweiter weiteres Turnaround- und zyklisches Endmarkt-Erholungspotenzial hat, erscheint uns das Geschäftsmodell aus struktureller und langfristiger Sicht nicht attraktiv. Schweiter verkauft Verbundwerkstoffe mit geringen Differenzierungsmerkmalen an Grosskunden mit Preismacht (OEMs und Distributoren), was einen permanenten Preis- und Margendruck für Schweiter zur Folge hat.

Bachem (Pharmazulieferer/Wirkstoffe)

- + Bachem hat eine volle Projektpipeline mit hoher Visibilität für starkes Wachstum über die nächsten Jahre. Dies dank Lieferverträgen (z. B. Eli Lilly und andere) für Peptid-basierte Wirkstoffe im neuen Wachstumsmarkt für Medikamente gegen Fettleibigkeit. Bachem ist in einer Investitionsphase von mehreren hundert Millionen Franken. Nach der letzten Kapitalerhöhung 2022 sollten die Kosten hierfür in Zukunft aus dem operativen Cashflow finanziert werden können, was zu einer Verdopplung des Umsatzes über die nächsten fünf Jahre auf über 1 Mrd. Franken führen sollte.
- Kurzfristig erscheint uns jedoch das Risiko hoch, dass Bachem die Umsatz- und Margenziele 2024 nicht erreicht und damit die hohen Wachstumserwartungen der Investoren enttäuscht. Es zeichnen sich Verzögerungen beim Aufbau neuer Produktionskapazitäten ab,

während Bachem 2024 ersten grossen Lieferverpflichtungen für den Grosskunden Eli Lilly nachkommen sollte.

Georg Fischer (Infrastruktur und Gebäudetechnik/Rohrleitungssysteme)

- + Aus langfristiger und struktureller Sicht wächst der Umsatzanteil des diversifizierten und konjunkturresistenten Rohrleitungs- und Wassergeschäfts von 50 auf 70 Prozent des Gruppenumsatzes nach der Grossübernahme von Uponor. Produktkomplementarität und Cross-Selling-Effekte sowie ein breites Produktsortiment, ausgerichtet auf die Megatrends Energieeffizienz in Gebäuden und Wasserknappheit, generieren ein attraktives Wachstumspotenzial.
- Aus kurzfristiger Sicht sollten die Integration von Uponor und der anhaltende konjunkturelle Gegenwind in den meisten industriellen Endmärkten (z.B. Auto, Wohnungsbau) das Jahr 2024 für Georg Fischer zu einem Übergangsjahr machen.

Geberit (Bau- und Gebäudetechnik/Sanitärprodukte)

- + Dank herausragender operativer Flexibilität, diszipliniertem Kostenmanagement und Preiserhöhungen zur Kompensation der Kosteninflation ist es Geberit 2023 gelungen, die Gewinnmargen um rund 300 Basispunkte auf 30 Prozent zu steigern, obwohl das Unternehmen gleichzeitig einen historisch unerreichten Volumrückgang von 15 Prozent (Lagerabbaueffekt und schwacher Wohnungsbau in der EU) hinnehmen musste.
- = Geberit hat im 1. Halbjahr 2023 unter dem stärksten Lagerabbauzyklus und Volumenrückgang (-20% im Vergleich zur Vorjahresperiode) seiner Firmengeschichte gelitten. Die Lage hat sich im 2. Halbjahr 2023 vollständig «normalisiert» (Lagerabbauzyklus beendet). Die Volumenentwicklung ist im 4. Quartal 2023 sogar wieder leicht positiv, was jedoch vor allem dem Basiseffekt und nicht der allgemeinen Markterholung geschuldet ist. Vor dem Hintergrund der schwachen Konjunktur und eines rückläufigen Nachfrageumfelds im Neubaubereich in Europa sollte das Umsatzwachstum 2024 im besten Fall nur leicht positiv ausfallen.

Belimo (Bau- und Gebäudetechnik/Heizungs-/Lüftungsanlagen)

- = Belimo sieht unterschiedliche Nachfragetrends nach Regionen, insgesamt jedoch eine stabile Entwicklung. Das Wachstum wird sich im 2. Halbjahr 2023 gegenüber dem 1. Halbjahr abschwächen, was jedoch primär der hohen Vergleichsbasis vom 2. Halbjahr 2022 geschuldet ist. Belimo erwartet für 2024 eine robuste Entwicklung dank der soliden Auftragsbücher seiner Kundschaft.

- + Belimo dürfte zudem weiter wachsen dank einem positiven Umsatzmixeffekt aufgrund der Nachfrage nach neuen Ventilprodukten in Heizungs- und Lüftungsanlagen, die zur starken Verbesserung der Energieeffizienz in kommerziellen/institutionellen Gebäuden beitragen.
- + Belimo ist zuversichtlich, durchschnittlich weitere 8 bis 10 Prozent pro Jahr zu wachsen. Trotz entsprechender Volumeneffekte werden die Margen eher stabil bleiben. Der strategische Fokus ist auf Wachstum ausgerichtet, weshalb weiterhin überdurchschnittlich viel in neue Produkte und in den Ausbau der Distribution investiert wird.

SFS (Auto und Bau/kritische Bauteile und Werkzeuge)

- Das Nachfrageumfeld bleibt anspruchsvoll und unter Druck, vor allem im Automobilbereich (20% des Gruppenumsatzes) und in Industrieanwendungen wie dem Maschinenbau. Die Kundschaft leidet unter der schwachen Nachfrage und den steigenden Kosten. Der entsprechende Margendruck wird an Zulieferer wie SFS weitergegeben. Zudem wird die gleiche Entwicklung bei SFS im Geschäftsbereich Bau festgestellt (20% des Gruppenumsatzes). Insgesamt dürften die Gewinnmargen bei SFS im Jahr 2024 unter Druck bleiben.
- + Auf der positiven Seite steht das Ende des Lagerabbauzyklus bei Consumer Electronics (vor allem Smartphones, 20% des Gruppenumsatzes), was zu einer Belebung der Nachfrage im Jahr 2024 führen sollte. Zudem hat SFS noch gutes Synergiepotenzial aus der Grossakquisition von Hoffmann im Jahr 2022 durch Internationalisierung ihres Werkzeugdistributionsgeschäfts.

VAT (Halbleiterausrüster/kritische Bauteile «Vakuumventile»)

- + Mit der starken Erholung des Auftragseingangs auf 200 Mio. Franken im 4. Quartal 2023 (ohne Sonderprojekte und Vorzieheffekte) im Vergleich zu 140 bis 160 Mio. Franken in den ersten drei Quartalen 2023 scheint die Talsohle des globalen Halbleiterzyklus durchschritten. VAT ist optimistisch bezüglich eines neuen Halbleiterindustrie- und Umsatzzyklus ab dem 2. Halbjahr 2024. Das starke Zykluskostenmanagement, der hohe operative Hebel und das skalierbare Produktionsmodell ohne grosse Zusatzinvestitionen deuten auf neue Rekordmargen im neuen Zyklus hin (letzter Margenzyklus – Höchstmarke 2022: 35%, Tiefstmarke 2023: 30%).
- Die Zykluserholung und die Wachstumserwartungen sind bei VAT sehr hoch. Der Markt beziehungsweise die Investoren erwarten nahezu eine Verdoppelung der Umsatz- und Gewinnbasis über die nächsten drei Jahre. Dieses Blue-Sky-Szenario ist unserer Meinung nach jedoch weitgehend im Aktienkurs und in der Bewertung mit einem Kurs/Gewinn-Verhältnis von über 30x auf Basis des Jahres 2026 vorweggenommen.

Was bedeutet das für Anlegerinnen und Anleger?

Folgende Unternehmen sind uns aufgefallen:

Highlights

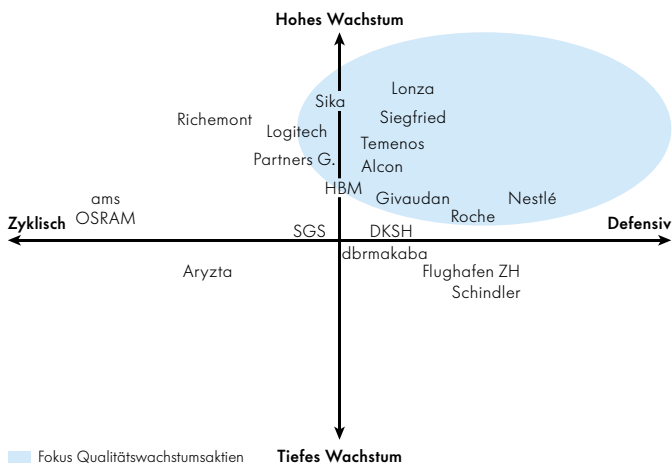
- **Cembra – Substanzwert und Dividendenaktie**
Stabile Schweizer Wirtschaft, Rückkehr zu Gewinnwachstum, hohe Dividendenrendite von 6 Prozent
- **Aryzta – Turnaround-Aktie**
Positives Volumenwachstum, Marktanteilsgewinne im Kernmarkt Europa, zügiger Schuldenabbau
- **Sika – Defensive Wachstumsaktie**
Kosteneffizienz + Synergien + Materialkostendeflation
→ bessere Margenentwicklung

Lowlights

- **SFS – zyklische Aktie**
Spürbarer Margendruck als Komponentenhersteller im wichtigen Autogeschäft
- **Komax – zyklische Wachstumsaktie**
Verschlechterung des Investitionsklimas in der Autoindustrie
- **Bachem – Wachstumsaktie**
Verzögerung beim Aufbau neuer Kapazitäten für Peptid-basierte Wirkstoffe

Im Kontext unserer Top-Pick-Liste für Schweizer Aktien unterstützt das Feedback aus der Konferenz unsere positive Empfehlung für Sika und Aryzta. Wir möchten jedoch hervorheben, dass trotz anspruchsvollem Nachfrageumfeld und konjunkturellem Gegenwind seit Dezember drei neue zyklische Titel (Richemont, SGS und ams Osram) auf unserer Top-Pick-Liste erscheinen. Unserer Meinung nach sind das attraktiv bewertete zyklische Wachstumsaktien. Einerseits sind eine Konjunkturabschwächung und ein möglicher Rückgang des Unternehmensgewinns von mehr als 10 Prozent im Aktienkurs vorweggenommen. Andererseits ist aus der langfristigen Perspektive kein nachhaltiges Wachstum im Aktienkurs eskomptiert.

ZugerKB «Top Pick Liste» – Schweizer Aktien



Kontakt Investment Services

Kontaktieren Sie uns per E-Mail (investmentservices@zugerkb.ch) oder rufen Sie uns an 041 709 16 29.

Rechtlicher Hinweis

Dieses Dokument dient einzig der Information und zu Marketingzwecken und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Zuger Kantonalbank (ZugerKB) zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen. Es richtet sich an von der ZugerKB bezeichnete Empfänger mit Wohnsitz in der Schweiz zur persönlichen Nutzung und darf ohne schriftliche Zustimmung der ZugerKB weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verändert oder an andere Empfänger verteilt oder übermittelt werden. Die Informationen in diesem Dokument sind stichtagbezogen und stammen aus Quellen, die die ZugerKB als zuverlässig erachtet. Dennoch kann von der ZugerKB keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Informationen geleistet werden. Die ZugerKB lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aus einem Investitionsverhalten entstehen können, dem die Informationen aus diesem Dokument zugrunde liegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, steigen oder fallen. Ein Verweis auf frühere Entwicklungen enthält keine Aussagen zu künftigen Ergebnissen. Dieses Dokument enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Rechnungslegung oder Steuern. Es stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände des Empfängers zugeschnittene oder für diesen eine angemessene Investition oder Strategie dar. (V2024)

Wir begleiten Sie im Leben.