

«Straumann wächst in die Bewertung hinein»

MITTWOCHSINTERVIEW Henrik Muhle, Fondsmanager beim deutschen Value-Spezialisten Gané, kauft lieber VAT als Chiphersteller. Givaudan könne als Anleihenersatz unter Druck kommen.

Herr Muhle, Sie bezeichnen sich als Value-Anleger – aber Ihr Portfolio enthält auch Titel, die auf den ersten Blick teuer aussehen. Wir mögen attraktiv bewertete Unternehmen, die robuste Geschäftskonzepte, eine geringe Zyklizität und eine hohe Preissetzungsmacht aufweisen. Das sind Qualitätsmerkmale, die aktuell beispielsweise unter Softwarefirmen zu finden sind. Am Ende lassen sich die günstig bewerteten klassischen Value-Aktien und die hochbewerteten Growth-Titel über den Cashflow vergleichen: Wie hoch ist der abgezinste, freie Bargeldüberschuss, den man als Anleger aus dem Unternehmen in Zukunft ziehen kann? Tief bewertete Titel haben einen höheren Cashflow heute, aber häufig eine nur mediokre Zukunftsperspektive. Sie waren in den vergangenen Jahren eher die Underperformer. Bis zum Ukrainekrieg konnten sie kurz aufblühen.

Wer hat im Duell der Growth- und Value-Titel künftig die Oberhand?

Aktuell kommen zwei gegenläufige Faktoren ins Spiel – der steigende Zins und die hohe Inflation. Es wird nun spannend zu schauen, wer sich hier durchsetzt. Ich habe keine Glaskugel. Aber wir werden kaum ein klassisches Muster zu sehen bekommen, in denen sich die Value-Aktien auf jeden Fall durchsetzen werden. Beispielsweise lässt sich die Frage, wer die höheren Preise an die Kunden überwälzen kann, nicht nach den Gesichtspunkten Value oder Growth beantworten.

Wie meinen Sie das?

Einzelne Branchen wurden stark von Corona getroffen und sind nun in einer Erholungsbewegung. So haben Logistiker, beispielsweise die Containerreederei Moeller-Maersk, stark von der aktuellen Knappheit profitiert. Das ist eine klassische Value-Industrie. Aber ich weiss nicht, ob die Autoindustrie, Maschinenbauer oder Chemiefirmen besser mit der Inflation umgehen können als Wachstumsfirmen. Ich tue mich da schwer mit Verallgemeinerungen. Wir suchen nach Unternehmen, bei denen wir eine gewisse Verlässlichkeit über drei, fünf oder zehn Jahre sehen. Im Einzelfall sind das auch Unternehmen aus zyklischen Industrien, dazu gehört etwa der Halbleiterzulieferer VAT.

«Wir werden keine Muster sehen, in denen sich Value auf jeden Fall durchsetzt.»

Der andere Faktor sind die Zinsen – hier ist Growth im Nachteil, richtig?

Grundsätzlich sind höhere Zinsen schlecht für Wachstumstitel, man muss aber differenzieren. In der Schweiz haben wir im ersten Quartal grosse Verluste bei hoch bewerteten Aktien wie Sika, Lonza, Givaudan und Straumann gesehen. Bei den amerikanischen Tech-Titeln gab es besonders grosse Rücksetzer in der zweiten Reihe, denen hohe Gewinne in der fernen Zukunft zugeschrieben werden – für solche Unternehmen wie Zoom ist ein höherer Diskontfaktor besonders belastend.

Wie würden Sie dann innerhalb der Growth-Titel differenzieren?

Man kann das an Givaudan und Straumann illustrieren. Givaudan ist sehr defensiv positioniert, ein klassischer Anleihenersatz mit rund 2% Dividendenrendite und berechenbarem Wachstum. Da ist die hohe Bewertung fair, wenn der Zins niedrig ist. Wenn die Bondrendite aber auf 3% oder 4% steigt, dürfte die Bewertung solch eines Anleihenersatzes unter Druck kommen. In den USA rechnet man ja schon mit künftigen Renditen von 3,5%.

Und was gilt für Straumann?

Bei Straumann bleibt das Wachstum wohl auch in Zukunft höher als bei Givaudan: Über eine Dekade wurde ein Gewinnwachstum von 10% geschafft, die Prognose



«Kursrücksetzer von Straumann sollten sich schnell ausgleichen lassen.»

sen gehen von bis zu 13% organischem Wachstum aus. Die Aktie wächst damit zügig in ihr hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis hinein. Kursrücksetzer sollten sich damit schneller ausgleichen lassen.

Hohe Bewertungen sind kein Warnsignal?

Es gibt einige Unternehmen, die problemlos in ihre Bewertungen hineinwachsen werden. Dazu gehören auch Microsoft und Apple, dank ihres weiterhin sehr üppigen Wachstums. Gleichzeitig bieten die Unternehmen schon einen hohen Gewinn und sind durch ihre Preissetzungsmacht auch gegen Inflation geschützt.

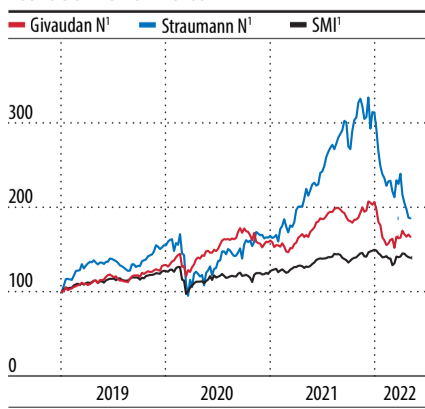
Der Inflationsschutz steht also im Fokus?

Das ist die Gretchenfrage: Wer kann die Preise weitergeben? Oder andersherum: Für wen wird die Marge ein Problem? Es ist eine Maxime von Warren Buffett, nach der wir uns immer schon richten: Demokratien tendieren dazu, viel Inflation zu produzieren – das ist für die Politik einfacher, als die Steuern zu erhöhen. Inflation ist kein Phänomen, das uns nur einige Quartale beschäftigen wird. Das wird Konsequenzen für manche Geschäftsmodelle haben. Der Kapitalmarkt hat wohl noch nicht die Bedeutung erfasst, dass manche Unternehmen die Preise nicht erhöhen können. Dabei ist ein grundsätzlich positives Signal eine ausreichend hohe Marge.

Warum sind niedrige Margen ein Problem?

Ein Beispiel ist etwa der Windturbinenhersteller Nordex. Aus ESG-Sicht ist der Sektor vielleicht interessant. Aber eine Ebit-Marge von 6% hat wenig Puffer nach unten. Auch Automobilzulieferer haben ein viel zu tiefes Margenniveau. Da muss man vom Timing sehr genau den Ein- und Ausstieg treffen, um eine gute Performance zu erreichen. Auch für Moeller-Maersk gilt: Hier hat sich mit dem richtigen Timing viel verdienen lassen – das ist aber nicht unsere Kompetenz. Solche Unternehmen schreiben schnell Verluste. Dividenden werden ausgesetzt und eventuell zum schlechtesten Zeitpunkt muss man neue Aktien und Anleihen ausgeben.

Teure Schweizer Werte



¹⁾ indiziert, 1. Jan. 19=100

Quelle: Refinitiv / F/UW

Energie- und Rohstofftitel konnten zuletzt dazugewinnen. Lockt Sie das nicht?

Wir haben zuletzt den Bergbaukonzern Rio Tinto verkauft, aber das ist auf ESG-Kriterien für unseren Fonds zurückzuführen. Bei echten Commodities – bei denen es dem Kunden also fast völlig egal ist, woher sie kommen – wie Öl und Gas gibt es kaum Unternehmen mit Wettbewerbsvorteilen, die wir präferieren würden. Die gibt es vielleicht noch beim Eisenerz, wo oligopolistische Strukturen vorherrschen.

Sind die Chiphersteller interessant?

Hier sind aus meiner Sicht die Zulieferer wie VAT oder die schwedische Atlas Copco die besseren Möglichkeiten, vom Wachstum des Sektors zu profitieren. Da muss ich mir keine Gedanken machen, welcher der Chiphersteller die Nase vorne hat. Unter den Zulieferern sind die Gewinner einfacher zu identifizieren und bei weitem nicht so kapitalintensiv.

Manche Märkte erscheinen günstig, zum Beispiel Japan. Reizt Sie das?

Wir haben einen gewissen Home Bias – bevorzugen also Märkte, die uns nahestehen. In der Schweiz oder Deutschland weiss ich, worauf ich mich einlasse. Das fällt mir in Japan oder China schwerer, dort ist die Politik entscheidend, und die Kulturen sind uns eher fremd. So wird es feindliche Übernahmen in Japan kaum geben. Wir waren auch nie in Russland investiert. Schon der Fall des Ölkonzerns Yukos hatte gezeigt, dass es sich um eine Kommandowirtschaft handelt.

«Inflation ist kein Phänomen, das uns nur einige Quartale beschäftigt.»

Günstige Titel in China sind also kein Kauf?

Doch, auf diesem Markt haben wir uns 2021 erstmals umgesehen. Wir halten den Onlinehändler Alibaba und über die niederländische Beteiligungsgesellschaft Prosus den Internetkonzern Tencent. Alibaba und Tencent bleiben herausragende Gesellschaften. Natürlich kann der Kurs weiter sinken. Aber das Risiko eines Kursverlusts sollte sich bei solch stark wachsenden Firmen zur aktuellen Bewertung in Grenzen halten – wenn einem die Regulierung nicht völlig um die Ohren fliegt.

In Europa bieten Versicherer eine hohe Dividendenrendite – sind diese ein Kauf?

Wenn man eine solide Rückversicherung deutlich unter ihrem Buchwert kaufen kann, dann läuft da nicht mehr viel schief. Rückversicherer sind grundsätzlich keine schlechten Geschäftsmodelle, durch den Skaleneffekt ist man vor Wettbewerb geschützt. Aber es gibt die Angst vor Grossschäden, welche die Bewertungen drücken. Mein Eindruck ist, dass hierbei die Münchner Rück etwas besser gemanagt wird als Swiss Re. Falls sich aber die Gewinnerwartungen des Managements von Swiss Re erfüllen, wird das eine positive Überraschung für den Markt darstellen.

Auch die anderen Versicherer sind günstig. Fürchtet man sich vor der Digitalisierung?

Von Digitalisierung spricht man zwar viel, aber bisher merkt man nur wenig. Man muss zwar wachsam sein, aber ich glaube nicht, dass der Versicherungssektor so stark unter Druck kommt wie die Banken. Auch höhere Zinsen sind keine Belastung: Das ist ein Nulleffekt, da den Buchverlusten bei bestehenden Kapitalanlagen höhere Renditen auf die Neuanlagen entgegenstehen. Die Inflation wird sich zwar in grösseren Schäden, aber auch höheren Prämien niederschlagen. Die Titel sind relativ günstig zu haben. Und die Dividendenrendite entschädigt für das Warten, bis der Kapitalmarkt das realisiert.