

Zyklische europäische Unternehmen: Bewertungen antizipieren bereits ein Rezessionsszenario

Seit Jahresbeginn ist bei den europäischen zyklischen Unternehmen eine erhebliche Underperformance im Vergleich zu den defensiven Branchen festzustellen. Aufgrund des immer deutlicher werdenden Trends zu einem Inflationsanstieg befürchten manche Investoren einen radikalen Kurswechsel der Zentralbanken, so dass die Wirtschaft in eine Rezession schlittern könnte. Der Ukrainekrieg, der den Inflationsdruck noch erhöht, und der kürzlich in China pandemiebedingt verhängte Lockdown schüren weiter diese Befürchtungen. Bei den zyklischen Werten führten diese Ungewissheiten zu einem nunmehr übermäßig erscheinenden Kurssturz. Verglichen mit den defensiven Branchen sind die Bewertungen der zyklischen Unternehmen in Europa derzeit in etwa auf dem Stand, den sie in der Zeit der durch die Subprimes ausgelösten Finanzkrise erreichten.

Cyclicals (ex-Techs) / Defensive Relative PE



Source : Datastream, BNPP Exane estimates

Die Quartalsberichte zeichnen jedoch ein anderes Bild von den tatsächlichen Verhältnissen. Die Veröffentlichungen zeugen von einer weiterhin starken Nachfrage, ohne dass im derzeitigen Stadium ein rückläufiger Trend zu erkennen ist. Darüber hinaus sind die für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor der Eurozone im April veröffentlichten PMI-Werte nach wie vor sehr positiv orientiert. Auch im Konsum hält die positive Tendenz trotz der Inflation weiter an und die Haushalte nutzen die Ersparnisse der letzten beiden Jahre. Des Weiteren kommen den Investitionen die staatlichen Förderungen voll und ganz zugute. Gleichzeitig sind die Unternehmen mit dem Anstieg der Energie- und Rohstoffkosten und den anhaltenden Beeinträchtigungen der Lieferkette konfrontiert. Die kürzlich veröffentlichten Daten der zyklischen Unternehmen zeigen allerdings, dass diese negativen Auswirkungen im Allgemeinen durch die positiven Auswirkungen des operativen Hebels und/oder die auf die Kunden abgewälzten Preiserhöhungen ausgeglichen werden.

Wie bereits im Newsletter des Vormonats ausgeführt* spiegeln die Bewertungen der Kfz-Hersteller einen erneut starken Rückgang der Fahrzeugproduktion wider, wobei die Produktion weltweit aktuell bereits um 19 % niedriger liegt als der 2018 erreichte Rekordwert. Die Branche ist jedoch sehr widerstandsfähig, wie die von Mercedes für den PKW-Bereich im ersten Quartal veröffentlichte Rekordhöhe der operativen Gewinnmarge beweist (16,4%). Im Industriesektor weist das bei Beleuchtungslösungen marktführende Unternehmen Signify vergleichbare Merkmale auf. Nachdem die Gesellschaft im ersten Quartal ein organisches Wachstum von 6,4% und eine solide operative Gewinnmarge in Höhe von 10,5% verzeichnete, berücksichtigt die derzeitige Bewertung revidierte Umsatzerwartungen für das laufende Jahr. Die Revision ist vergleichbar mit einem bei der Rezession 2009 eingetretenen

Szenario, verbunden mit einem starken Rückgang der Rentabilität. Ein solches Szenario ist zwar nicht ganz auszuschließen, man muss jedoch bedenken, dass Signify in einem Bereich tätig ist, in dem die Energiewende von zentraler Bedeutung ist. Signify bietet Lösungen an, die es den Unternehmen und Gebietskörperschaften, aber auch den Haushalten ermöglichen, ihren Energieverbrauch und ihre Treibhausgasemissionen zu senken.

Die europäischen Banken befinden sich in einer vergleichbaren Lage. Seit Ausbruch des Ukrainekriegs ist eine erhebliche Underperformance festzustellen. Trotz des Anstiegs der Zinssätze (+110 Basispunkte bei der deutschen 10-Jahres-Rendite seit Jahresbeginn), der sich auf die Zinserträge positiv auswirkt, gehen Investoren teilweise sehr vorsichtig vor. Sie befürchten bei einem Konjunkturrückgang einen starken Anstieg der Risikokosten, der die Rentabilität des Sektors beeinträchtigen würde.

Euro Stoxx Bank vs 10Y German bond yield



Source : Bloomberg, data as of 03/05/2022

Die ersten in diesem Sektor von der Banco Santander, Bankinter und Lloyds veröffentlichten Zahlen lassen jedoch keine Erhöhung der Risikokosten erkennen. Akteure, die den mit Russland und der Ukraine verbundenen Risiken ausgesetzt sind, müssen allerdings voraussichtlich mit einer zumindest vorübergehenden Verschlechterung ihres Kreditportfolios rechnen. Die europäischen Banken weisen derzeit jedoch hohe Solvabilitätskoeffizienten aus, so dass etwaige Rückstellungen problemlos ausgeglichen werden können.

Die derzeitigen Bewertungen der Banken spiegeln also einen nicht feststehenden Anstieg der Risikokosten wider, während die positiven Auswirkungen der feststehenden Anhebung der Zinssätze auf die Zinsmarge nicht berücksichtigt werden. So liegt bei der Banco Santander die Kennzahl Preis/materielles Eigenkapital derzeit unter 0,6x, obwohl die Bank dieses Jahr mit einer Eigenkapitalrentabilität in Höhe von mehr als 13 % rechnet.

Unsere Portfolios sind folglich in Banken und unterbewerteten zyklischen Industriewerten weiterhin stark investiert. Die Positionierung ist dem sich derzeit vollziehenden Übergang in eine neue Marktphase angepasst, die durch einen Rückgang der Globalisierung, aber auch durch die mit der Energiewende und der Digitalisierung der industriellen Abläufe verbundenen Veränderungen in einem Umfeld gekennzeichnet ist, in dem die Inflationsrate strukturell höher ist als bisher.

Quelle:

*Die geopolitischen Risiken beschleunigen den Übergang in die neue Marktphase.

Hinweis

Keines der vorstehend genannten Unternehmen stellt eine Anlageempfehlung dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Sie schwankt im Laufe der Zeit Die Strategie unterliegt dem Risiko eines Kapitalverlusts.

ODDO BHF AM ist die Vermögensverwaltungssparte der ODDO BHF-Gruppe. Es handelt sich hierbei um die gemeinsame Marke von fünf eigenständigen juristischen Einheiten: ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (Frankreich), ODDO BHF Asset Management GmbH (Deutschland), ODDO BHF Asset Management Lux (Luxembourg) und METROPOLE GESTION (Frankreich).

Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen dienen lediglich zur Veranschaulichung. Sie spiegeln die Einschätzungen und Meinungen von METROPOLE GESTION zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern, eine Haftung hierfür wird nicht übernommen.

Im Vorfeld einer Investition in diese Vermögensklassen sind die Anleger ausdrücklich angehalten, sich detailliert mit den Risiken der Anlage in diese Vermögensklassen, insbesondere des Kapitalverlustes, vertraut zu machen.