

Nebenwerte

Europäische Small Caps – eine gute Gelegenheit?

Seit fast drei Jahren entwickeln sich die Aktien kleiner Unternehmen in Europa schlechter als die großer Konzerne. Die Folge: Small Caps sind deutlich unterbewertet. Doch es gibt Hoffnung.

Andrea Cünnen Frankfurt

Lange galt an Europas Aktienmärkten eine Faustregel: Klein schlägt Groß. Die Aktien von Nebenwerten mit vergleichsweise geringer Marktkapitalisierung entwickelten sich im Schnitt deutlich besser als die von großen Unternehmen. Doch diese Börsenregel trifft nun schon eine ganze Weile nicht mehr zu. Seit September 2021 liegt der Aktienindex MSCI Europe Small Cap inklusive Dividendenzahlungen nahezu sechs Prozent im Minus, während sein Pendant MSCI Europe Large Cap für große Unternehmen mehr als 25 Prozent zugelegt hat.

Fondsmanagerinnen und Fondsmanager warten bislang vergeblich auf das große Comeback der kleinen Werte: „Eine so lange Underperformance ist untypisch“, sagt Birgitte Olsen, leitende Portfoliomanagerin bei Bellevue Asset Management. Doch Olsen sieht nun Chancen: „Inzwischen sind europäische Nebenwerte im Vergleich zu Large Caps so günstig bewertet wie zuletzt zu Zeiten der Finanzkrise im Jahr 2008.“

Small Caps mit niedrigem KGV

Ob Aktien fundamental günstig sind oder nicht, machen Analysten an Kennziffern wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) fest. Es besagt, wie lange Unternehmen brauchen, um den aktuellen Börsenwert ihrer Aktien netto zu verdienen.

12

beträgt das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis der Aktien im MSCI Europe Small Cap mit Blick auf die erwarteten Gewinne der kommenden zwölf Monate.

Quelle: Bloomberg

Maßstab dafür sind oft die für die kommenden zwölf Monate erwarteten Gewinne. Üblicherweise liegen die KGVs von Small Caps laut Fondsmanagerin Olsen um die 20 Prozent höher als die von Large Caps. Das liegt daran, dass kleinere Unternehmen öfter zu den Wachstumswerten zählen, bei denen die Hoffnung stärker auf Gewinnsteigerungen in der Zukunft gerichtet ist.

Die 879 Unternehmen des MSCI Europe Small Cap und heruntergerechnet jede einzelne Aktie werden im Schnitt mit dem Zwölfwachen ihrer erwarteten Jahresnettogewinne bewertet. Im Index MSCI Europe Large Cap mit seinen 189 Unternehmen liegt das KGV laut Daten des Informationsdienstes Bloomberg bei 14,2. Als Hauptgrund dafür, dass sich Europas Nebenwerte so viel schlechter entwickelt haben als die Aktien großer Unternehmen, gelten die schnellen und deutlichen Zinserhöhungen der Notenbanken seit März 2022. „Sie haben Ängste vor einer Rezession ausgelöst, und das traf Nebenwerte besonders hart“, sagt Tim Wolff, Portfoliomanager für Nebenwerte bei der DWS.

Kleinere und auch mittelgroße Unternehmen stammen oft aus zyklischeren also konjunkturabhängigen Branchen. Außerdem haben die kleinen Unternehmen besonders stark unter den gestiegenen Zinsen gelitten. Diesen Zusammenhang erklärt Wolff so: „Small Caps sind zwar entgegen vielen Vorurteilen im Schnitt niedriger verschuldet als große Unternehmen. Aber sie refinanzieren sich vor allem über Bankkredite.“ Bankkredite haben meist nur kurze Laufzeiten und werden variabel verzinst. Deshalb traf der Zinsanstieg die kleineren Unternehmen härter. Größere Firmen haben einen besseren Zugang zum Anleihemarkt und können sich dort zu festen Zinsen Geld für längere Laufzeiten leihen.

Hoffnung auf die Zinssenkungen

Doch das ändert sich derzeit. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im Juni ihren Leitzins gesenkt, weitere Zinssenkungen werden aller Voraussicht nach folgen. „Das dürfte Nebenwerten, deren Refinanzierungskosten stärker vom aktuellen Zinsniveau abhängen, nun stärker zugutekommen als großen Unternehmen“, sagt Wolff von der DWS. Auch mit Blick auf die Konjunktur gibt es Hoffnung. Wenn die US-Wirtschaft an einer Rezession vorbeikommt, wie sie viele Ökonomen erwarten, wäre das für die Weltwirtschaft und damit auch für Europa eine gute Nachricht. Die Wirtschaft im Euro-Raum wächst zwar nur schwach, aber: „Frühindikatoren wie Einkaufsmanagerindizes für die Euro-Zone verbessern sich. Das ist ein gutes Zeichen“, wie Wolff betont.

Hoffnung auf eine stabile Wirtschaft

Auch Olsen von Bellevue Asset Management ist überzeugt. „Wenn die US-Wirtschaft weiter moderat wächst und Europa eine Rezession vermeiden kann, sieht es gut aus für europäische Neben-



Wenn die US-Wirtschaft weiter wächst und Europa eine Rezession vermeidet, sieht es gut aus für europäische Nebenwerte.

Birgitte Olsen
Fondsmangerin
bei Bellevue Asset
Management

werte.“ Denn deren Bewertungen spiegeln ihrer Meinung nach bereits einen Abschwung der Wirtschaft wider und seien auch deshalb günstig bewertet. „Von daher ist das Chance-Risiko-Verhältnis bei Nebenwerten gut.“

Positiv wertet Wolff zudem, dass sich wieder mehr große Unternehmen oder Private-Equity-Häuser finden, die kleine Unternehmen übernehmen. So kaufte zuletzt zum Beispiel das schwedische Private-Equity-Haus EQT den schwedischen Windparkbetreiber OX2. Die spanische Bank BBVA hat Interesse an der Banco Sabadell. „Das zeigt, dass nicht nur wir als Fondsmanager die Bewertungen für günstig halten“, sagt Wolff.

Der Fondsmanager bei der DWS räumt aber ein: „So richtig wohl wird sich der Markt mit europäischen Nebenwerten wieder fühlen, wenn es klar ist, wie sich die Konjunktur entwickelt.“ Außerdem geht er davon aus, dass die Nebenwerte nicht schlagartig wieder zulegen, sondern erst nach und nach aufholen. Daher gebe es keinen Grund, voreilig in den breiten Markt einzusteigen. Bei der Auswahl ihrer Aktien legen Fondsmanager wie Olsen und Wolff unter anderem

Wert darauf, dass die Unternehmen wachsen, profitabel sind, hohe Margen und geringe bis gar keine Schulden haben.

Bei der Aktienausswahl sind sie durchaus treffsicher. Olsen hat mit ihrem Fonds „Bellevue Entrepreneur Europe Small“ (ISIN LU0631859229) den MSCI Europe Small Caps nach Daten von Scope Fund Analysis auf Sicht von einem, drei, fünf und zehn Jahren geschlagen. Auch die Small und Midcap-Fonds der DWS schneiden laut Scope besser ab als der Index.

Blick auf Einzelwerte

Die DWS findet solche Unternehmen unter anderem im Konsumbereich und ist auch an mittelgroßen Banken interessiert, nennt aber keine konkreten Firmenamen. Olsen hingegen gewährt einen tieferen Einblick in ihr Depot. „Wir setzen bei unserer Aktienausswahl auch stark auf Megatrends wie Energiewende, Elektrifizierung oder Digitalisierung und Künstliche Intelligenz.“ Für all diese Themen brauche es Infrastruktur, und die werde oft auch von kleineren Unternehmen angeboten.

Profiteure von Megatrends

Als Beispiele für Small Caps, die vom Megatrend klimafreundliche Energie profitieren, nennt Olsen Wärtsilä, Nordex und Burckhardt Compression. „Die finnische Wärtsilä ist als Erfinder des Dieselmotors für die Schifffahrt groß geworden, konzentriert sich jetzt aber auf Lösungen, um die Schifffahrt durch alternative Antriebe zu dekarbonisieren.“ Im ersten Halbjahr steigerte Wärtsilä den Gewinn deutlich von 0,14 auf 0,34 Euro je Aktie, und die Auftragsbücher sind voll.

Der deutsche Windkraftanlagenbauer Nordex machte über längere Zeit Verluste, schaffte es im ersten Halbjahr aber zumindest operativ wieder in die Gewinnzone und berichtete ebenfalls von gut gefüllten Auftragsbüchern. Burckhardt Compression aus der Schweiz ist auf die Herstellung von Kolbenkompressoren spezialisiert. „Von der Energiewende profitiert das Unternehmen, weil es spezialisierte Kompressoren für die Herstellung von Solarzellen und den Transport beziehungsweise die Lagerung von Wasserstoff sowie Flüssigerdgas (LNG) liefert“, erklärt Olsen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr steigerte Burckhardt Compression den Gewinn je Aktie um 29 Prozent auf 26,60 Franken.

Unter den Unternehmen, die vom Megatrend Elektrifizierung profitieren, setzt die Bellevue-Asset-Management-Fondsmanagerin unter anderem auf den französischen Kabelhersteller Nexans. Seine guten Aussichten verdankt Nexans den Investitionen in die Energiewende, für die ein leistungsfähiges Stromnetz wichtig ist. Vor allem Hochspannungskabel verbinden internationale Stromnetze ebenso wie Offshore-Windkraftanlagen vor der Küste mit dem Festland.

Hier treffen also zwei Megatrends unmittelbar zusammen. Nexans steigerte im ersten Halbjahr seinen operativen Gewinn um 14 Prozent und damit deutlicher als erwartet. Auch netto verdient der Konzern seit Jahren viel Geld. Der Gewinn je Aktie lag 2023 bei 4,92 und dürfte laut Analysten in diesem Jahr auf 7,28 Euro steigen.

Die Themen Künstliche Intelligenz (KI) und Digitalisierung deckt Olsen in ihrem Fonds unter anderem durch die Aktien von Unternehmen aus dem Halbleiterbereich ab. Dazu gehören die schweizerische VAT und die niederländische BE Semiconductors (Besi).

VAT ist der weltweit führende Hersteller von Vakuumentilen. Die braucht man, um ultrareines Vakuum herzustellen, das für die Herstellung von Mikrochips nötig ist. Besi stellt Montageanlagen für die Halbleiter- und Elektronikindustrie her. Beide Unternehmen sind profitabel, litten aber zuletzt unter nur vorsichtigen Ausblicken und dem allgemeinen Rückgang der Technologieaktien. Olsen hält dennoch an beiden Aktien fest: „Wir verkaufen nur, wenn die Investment-story nicht mehr funktioniert – wir halten sie jedoch bei VAT und Besi langfristig für noch intakt.“

