

Schweiter hofft nach Übergangsjahr auf 2006

Halbjahresergebnis wird mager ausfallen – Beschichtungssparte Satisloh hat Potenzial – Kursschwäche zum Einstieg nutzen

Von Corina Drack

Die Textilbranche ist seit einem Jahr zurückhaltend mit Investitionen, und die Halbleiterindustrie ist nach einer knapp einjährigen Hausse erneut in den Winterschlaf gefallen. Das sind keine idealen Voraussetzungen für ein Unternehmen wie Schweiher Technologies, das genau für diese Märkte Maschinen produziert.

Die erhoffte Glättung durch zwei gänzlich unterschiedliche Märkte mit voneinander unabhängigen Zyklen trat nicht ein, der gleichzeitige Abschwung verstärkte den dämpfenden Effekt auf Schweiher's Gruppenergebnis. Das dritte Standbein Satisloh, das Systeme für die Vorbehandlung, Entspiegelung und Beschichtung von Brillengläsern herstellt, fällt als Ertragsstütze ebenfalls weg – zumindest dieses Jahr. Das operative Ergebnis leidet unter der Integration der vergangenen Herbst übernommenen deutschen LOH.

Wende im zweiten Semester?

Die Erwartungen an die Halbjahreszahlen, die Anfang August publiziert werden, sind zu Recht tief. Nicht nur die Vergleichswerte zum aussergewöhnlich guten Vorjahressemester, sondern auch die absoluten Zahlen werden mager sein. An der Generalversammlung vom vergangenen Mai stellte das Management einen deutlich tieferen Gewinn der Textilsparte und einen Verlust der Halbleitersparte in Aussicht.

Die Hoffnungen ruhen auf dem zweiten Semester. Die Textilbranche scheint den Tiefpunkt hinter sich zu haben, erste Anzeichen deuten auf eine Belebung in der Halbleiterindustrie hin (vgl. Seite 15). Das Jahresergebnis 2005 dürfte dennoch deutlich unter Vorjahr ausfallen, sodass wir die Gewinnsschätzung 2005 von 21 auf 17 Fr. pro Aktie erneut reduzieren müssen.

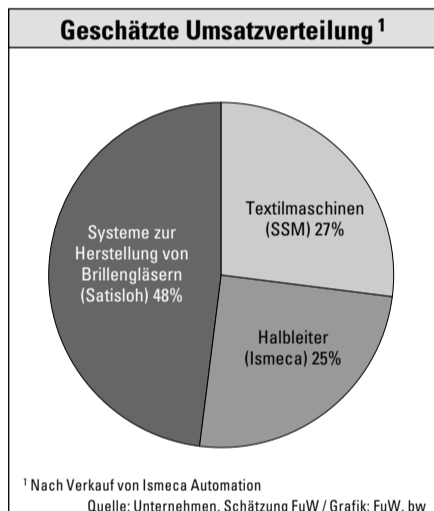
Weit weniger zyklisch ist der dritte Bereich, Satisloh, der durch den Zusammen-



Mit den Maschinen zur Herstellung und Bearbeitung von Brillengläsern ist Schweiher die Nummer eins weltweit mit Kunden wie Zeiss und Fielmann. BILD: KEYSTONE ONLINE

schluss von Schweiher's Satis Vacuum und der deutschen LOH entstanden ist. Mit der Übernahme der deutschen LOH Anfang November 2004 gelang Schweiher ein geschickter Schachzug. LOH ist die ideale Ergänzung zu Satis Vacuum. Die Sparte ist nun die Nummer eins weltweit, ihre Anlagen decken alle Produktionsschritte in der Herstellung und der Bearbeitung von Brillengläsern ab.

In Satisloh schlummert beträchtliches Potenzial: Die Restrukturierung wird die operative Leistung von LOH verbessern. Synergien in Verkauf und Marketing ergeben sich aus dem beinahe identischen Kundenportefeuille, das Optikunternehmen wie Essilor, Fielmann und Zeiss umfasst. Die führende Marktposition er-



laubt zudem, technologisch an der Spitze zu bleiben und sich damit Wettbewerbsvorteile zu verschaffen.

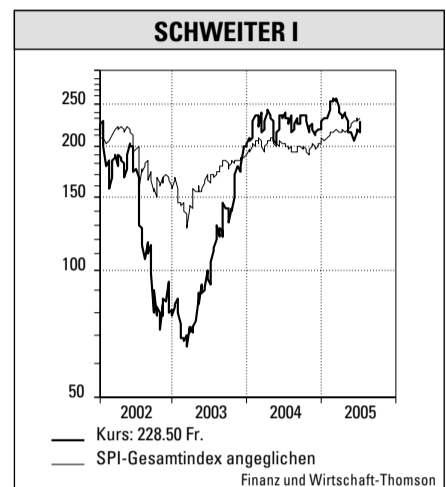
Der Ausbau im Optikgeschäft hat einen weiteren Vorteil: Satisloh wird im laufenden Jahr rund die Hälfte zum Gruppenumsatz beitragen (vgl. Grafik) und so als nichtzyklisches Geschäft zunehmend stabilisierend auf Schweiher's Geschäftsgang wirken. Der Umsatzanteil der Halbleitersparte wird von einem Drittel im Vorjahr auf rund ein Viertel sinken.

Für das Berichtsjahr kann noch nicht mit einem Gewinnbeitrag der übernommenen LOH gerechnet werden, die im Vorjahr erzielte 15%-Betriebsmarge dürfte das Beschichtungssparte Satisloh daher nicht erreichen. Ab 2006 ist ein kleiner Gewinnbeitrag zu erwarten, bis mittelfristig die von Schweiher angepeilte Gewinnspanne von 10 bis 15% Realität wird.

Aktien weniger zyklisch

Die Schweiher-Titel tendieren seit der Publikation des Rekordergebnisses 2004 schwächer. Die mahenden Worte der Geschäftsleitung, 2005 werde kaum an das Vorjahresresultat anknüpfen, verfehlten ihre Wirkung nicht. Die Gewinnsschätzungen wurden reduziert und die Valoren entsprechend zurückgestuft.

Die mittelfristigen Aussichten ab 2006 sind indes viel versprechend und im Aktienkurs noch nicht eskomptiert. Bis zur Publikation der Semesterzahlen dürften die Papiere mangels Impulsen weiter zur Schwäche neigen – eine gute Gelegenheit, noch zu einem tiefen Kurs zuzugreifen. Zeigen die Halbjahreszahlen eine Verbesserung der Auftragslage in den Halbleiter- und den Textilsparten, dürften die Aktien nach oben tendieren. Sie verlieren mit zunehmender Stärkung des Ertrags von Satisloh den Charakter zyklischer Halbleiterwerte. Diese Arbeit steht Schweiher allerdings noch bevor.



AKTIENSTATISTIK	
Inhaber	Valoren-Nr. 1 075 492 Telekurs SWTQ Reuters SWTQ
Aktienkapital: 10,1 Mio. Fr.	— eingeteilt in 1 443 672 Inh. à 7 Fr. nom.
Bedeutende Aktionäre: Hans Widmer (teilweise via Widmer Management, 24,9%), Beat Siegrist (5,3%)	
Bewertung	Inh.
Kurs 12. Juli 2005, 14 Uhr, in Fr.	228.50
Rendite in %	2,6
P/E 2005	13
P/E 2006	10
Börsenwert in Mio. Fr.	330
— in % des Umsatzes	94
— in % des Eigenkapitals	206
Angaben pro Titel in Fr.	
Gewinn 2004	24.30
Gewinn 2005, geschätzt	17.00
Gewinn 2006, geschätzt	22.00
Dividende per 2003	3.00
Dividende per 2004	6.00
Pay-out ratio	25%
Buchwert	110.00
Extremkurse	2002 2003 2004 2005
Höchst	242 205 245 261.25
Tiefst	70 66 199 203
Rating	B Wachstum B+ Aktionärsbeziehungen B Transparenz

Das Anlagekonzept Behavioral finance ist auf dem Prüfstand

Systematisch kann nicht prognostiziert werden – Diversifikation anstreben – Lohnt sich das Ausnutzen von Marktanomalien?

Von Pirmin Hotz

In der Finanzgemeinde tobt ein Meinungsstreit, welches Lager die intelligenteren Nobelpreisträger repräsentiert. 1990 wurden Harry Markowitz und William Sharpe für ihre Arbeiten auf dem Gebiet der modernen Portfoliotheorie preisgekrönt. Wesentlich an ihren Erkenntnissen ist die Feststellung, dass die Kapitalmärkte eine hohe Informationseffizienz aufweisen und deshalb eine systematische Prognostizierbarkeit selbst für Profis nicht möglich ist.

Die wichtigste Konsequenz, die sich daraus ableiten lässt, lautet Diversifikation. In den Jahren 2000 bis 2003 ist diese Maxime unter Druck geraten. Es ist keine Frage, dass in dieser historisch bemerkenswerten Baisse der Aktienmärkte auch eine noch so solide Risikostreuung nicht vor erheblichen Verlusten geschützt hat. Der Ruf nach einer Neubeurteilung der klassischen Finanzmarkttheorie ist laut geworden.

Mehrperformance schwierig

Wie so oft haben Analysten und Prognostiker den Börsenkollaps mit ihren Modellen und Bewertungssystemen nicht vorausgesehen. Mit der desillusionierenden Konsequenz der Prognoseunfähigkeit will sich die ambitionierte Gilde jedoch nicht anfreunden. Seit der Verleihung des Nobelpreises an die Psychologieprofessoren Daniel Kahnemann und Vernon Smith 2002 gibt es neue Hoffnungen. Sie haben interessante Arbeiten auf dem Gebiet der experimentellen Ökonomie verfasst, die auch die irrationale Verhaltensweise der Marktteilnehmer abdeckt. Dabei werden auch psychologische Phänomene der individuellen sehr unterschiedlichen Kapitalmarktakteure hervorragend beschrieben. In jüngster Zeit sind unzählige Bücher und Publikationen erschienen, die der klassischen Finanzmarkttheorie unter dem Begriff Behavioral finance den Kampf ansagen.

Der Grundgedanke ist einfach und einleuchtend. Kritisiert wird an der klassi-

schen Kapitalmarkttheorie vor allem, dass sie die Psyche bzw. das irrationale Verhalten der Anleger nicht berücksichtigt. Genau diese Reaktion vieler Investoren verursacht jedoch Marktanomalien, die es gemäss Behavioral finance mit geeigneten Strategien zu nutzen gilt. Als Beispiele solcher Blasen werden unter anderem der Crash von 1987 oder die New Economy am Ende der Neunzigerjahre genannt.

Ein wesentlicher Aspekt der Behavioral finance ist die Selbstüberschätzung der Marktteilnehmer. Sie löse systematisch Kursverzerrungen aus. Die Vertreter der neuen Schule verweisen geschickt und unstrittig auf ähnlich gelagerte Phänomene des täglichen Lebens. So würden im Zusammenhang mit der eigenen Selbstüberschätzung gemäss Umfragen 90% der Befragten angeben, sie seien überdurchschnittlich gute Autofahrer. Dies widerspricht jeder mathematischen Logik. Ein ähnliches Resultat wäre vermutlich auch zu erwarten, wenn man eine bestimmte Anzahl Anlageexperten nach ihrer Prognosefähigkeit befragen würde.

Die psychologischen Aspekte fördern die Kapitalmarktforschung heraus. So sind auch mit der enormen Unsicherheit, die die Ereignisse im Irak auf die Kapitalmärkte übertragen haben, viele Anlageentscheidungen sehr emotionell getroffen worden. Allerdings verstricken sich die heterogen zusammengesetzten Vertreter der Behavioral finance systematisch in Widersprüche. Während die einen konsequentes Stock picking proklamieren, fordern die andern, im Sinne der Portfoliotheorie, eine breitere Diversifikation der Anlagen.

Einige Vertreter weisen zudem darauf hin, dass Anleger typischerweise Gewinnertitel zu früh verkaufen und Verlierer zu lange halten. Konsequenz im Sinne einer prozyklischen Trendfolgestrategie (Momentum) wäre demnach, primär auf Gewinner zu setzen und Verlustpositionen durch einen Stop loss zu veräussern. Dies steht jedoch im Widerspruch zu derjenigen Gruppe, die Überreaktionen an den Mär-

ten ausmacht und fördert, Verlierertitel antizyklisch zu kaufen und Gewinne konsequent zu realisieren. Was gilt denn jetzt für Investoren: prozyklisches oder antizyklisches Anlageverhalten?

Nebulöse Taktiken

Verfechter der auf die psychologischen Aspekte des Anlegerverhaltens ausgerichteten Materie wollen weiter erkannt haben, dass eine Tendenz bestehe, neue Informationen zu Lasten bereits bekannter überzugewichten. Das mag richtig sein und liegt in der Natur des Menschen. Auch bei Naturkatastrophen und ihrem Einfluss auf die Tourismusbranche ist das nicht anders. Leider bringen uns aber all diese psychologisch zwar interessanten Zusammenhänge als Anleger nicht weiter.

Die Handlungsweisen unzähliger Investoren sind zu heterogen und in der Auslösung zu unterschiedlich, als dass durch ihre Analyse und entsprechende Handlungsweisen ein systematischer Mehrwert auf dem Gebiet der Kapitalmärkte erzielt werden könnte. Hier werden von der Finanzindustrie immer wieder Illusionen geweckt. So wird von namhaften Banken vorgebracht, mit hochintelligenter, computerunterstützter Analyse systematisch Trends erkennen zu können.

Umgesetzt werden diese Black-box-Konstrukte regelmässig durch aktive Trading-Strategien, die den Anbietern hohe Gebühren einspielen. Die Resultate sind allerdings ernüchternd. Behavioral finance ist es bis heute nicht gelungen, klar und transparent aufzuzeigen, wie ihre Anlagegrundsätze ausgestattet sind. Die verschiedenen Exponenten vertreten nebulöse und uneinheitliche Ideen, die schliesslich nicht schlüssig nachvollziehbar sind.

Das erinnert an die Verfechter der technischen Chartanalyse, die mit Behavioral finance ein enges Verwandtschaftsverhältnis aufweist. Der Autor dieses Artikels hat zahlreiche Tests mit Experten der Markttechnik durchgeführt und desillusioniert

festgestellt, dass es überhaupt keine einheitliche Interpretation von Charts gibt. Während die einen mit Hilfe der 30-Tage-Linie oder einer Trendlinie zum Kauf einer bestimmten Aktie raten, kommen die anderen auf der Grundlage der 200-Tage-Linie oder einer Kopf-Schulter-Formation zum gegenteiligen Schluss.

Bis heute ist der Nachweis, dass die Charttechnik einen systematischen Anlegererfolg bringt, nicht gelungen. Viele Verfechter dieser Prognosemodelle weisen denn auch ausweichend darauf hin, es handle sich ja nur um ein Hilfsmittel für Investitionen. Es ist aber nur dann ein Hilfsmittel, wenn es wirklich hilft!

Die Vertreter der Behavioral finance verfallen einem fatalen Irrtum. Sie liegen zwar richtig in der Annahme, dass Menschen von der Psyche und der Emotionalität getrieben sind. Damit aus dieser unstrittigen Tatsache, die von namhaften Professoren profunden durchleuchtet worden ist, Profit geschlagen werden kann, müsste das irrationale Verhalten der Anleger aber rational erfassbar respektive prognostizierbar sein. Genau hier liegt der Widerspruch. Irrationalität ist rational nicht prognostizierbar, sonst wäre sie nicht irrational!

Nutzen unbewiesen

Die Erkenntnisse der modernen Portfoliotheorie stehen auch nicht in Widerspruch zu denjenigen nobelpreisgekrönten Psychologen. Informationseffiziente Märkte schliessen individuelle Irrationalität nicht aus. Der Gesamtmarkt kann sehr wohl effizient sein, obwohl einzelne oder auch zahlreiche Marktteilnehmer es nicht sind. Die Vertreter von Behavioral finance gehen jedoch zu weit, wenn sie der Anlegerschaft vormachen, durch Ausloten von Anomalien systematisch die Märkte schlagen zu können.

Nicht erst in den letzten Jahren haben wir gelernt, dass dieser Traum mit noch so innovativen und oft intransparenten Vorgehensweisen immer wieder platzt. Die

mässigen bis schockierenden Performanceergebnisse der Fonds Hedge funds, die von der Finanzindustrie angeboten werden, sind Beweis genug, dass gerade die liquiden Märkte sehr effizient funktionieren und die Branche insgesamt über keine beeindruckende Prognosefähigkeit verfügt.

Diese desillusionierende Erkenntnis rückt die Behavioral finance genauso wie die Charttechnik in die Nähe pseudowissenschaftlicher Hokuspokus-Methoden, die beim Anlegerpublikum bestenfalls einen Placebo-Effekt auslösen. Nobelpreisträger Daniel Kahnemann hat wertvolle Erkenntnisse geliefert, um die psychologischen Aspekte des Investorenverhaltens zu beschreiben. Im Gegensatz zur Missinterpretation einiger Finanzgurus steht er aber zu der Tatsache, dass Blasen an den Märkten zwar auftreten, aber schwer zu erkennen sind. Im Nachhinein ist dann allen klar, dass es sie gegeben hat! Die Maxime einer gesunden Diversifikation der Anlagen, wie es die klassische Portfoliotheorie empfiehlt, wird auch in Zukunft von Erfolg gekrönt sein.

Die Exponenten der Behavioral finance sind gefordert, handfeste und verständliche Beweise zu liefern, wie sie für den Anleger konkret einen Mehrwert erwirtschaften können. Davon sind sie zurzeit weit entfernt, und es stellt sich die Frage, ob sich die Investoren durch diesen neuesten Zauber einiger Finanzjongleure für ein weiteres Mal ins Land der Illusionen begleiten lassen.

Eine Ernüchterung scheint fast programmiert zu sein. Der Nutzen der Behavioral finance dürfte schliesslich darin liegen, individuelle Investoren aus ihrer Selbstüberschätzung zur Selbsterkennung zu führen. Damit würde die Theorie einen willkommenen Beitrag leisten, um die Risikofähigkeit und -willigkeit der Anleger besser zu verstehen und zu erfassen.

Dr. oec. HSG Pirmin Hotz ist Inhaber der gleichnamigen, auf Vermögensverwaltung spezialisierten Gesellschaft in Baar.