

IM FOKUS

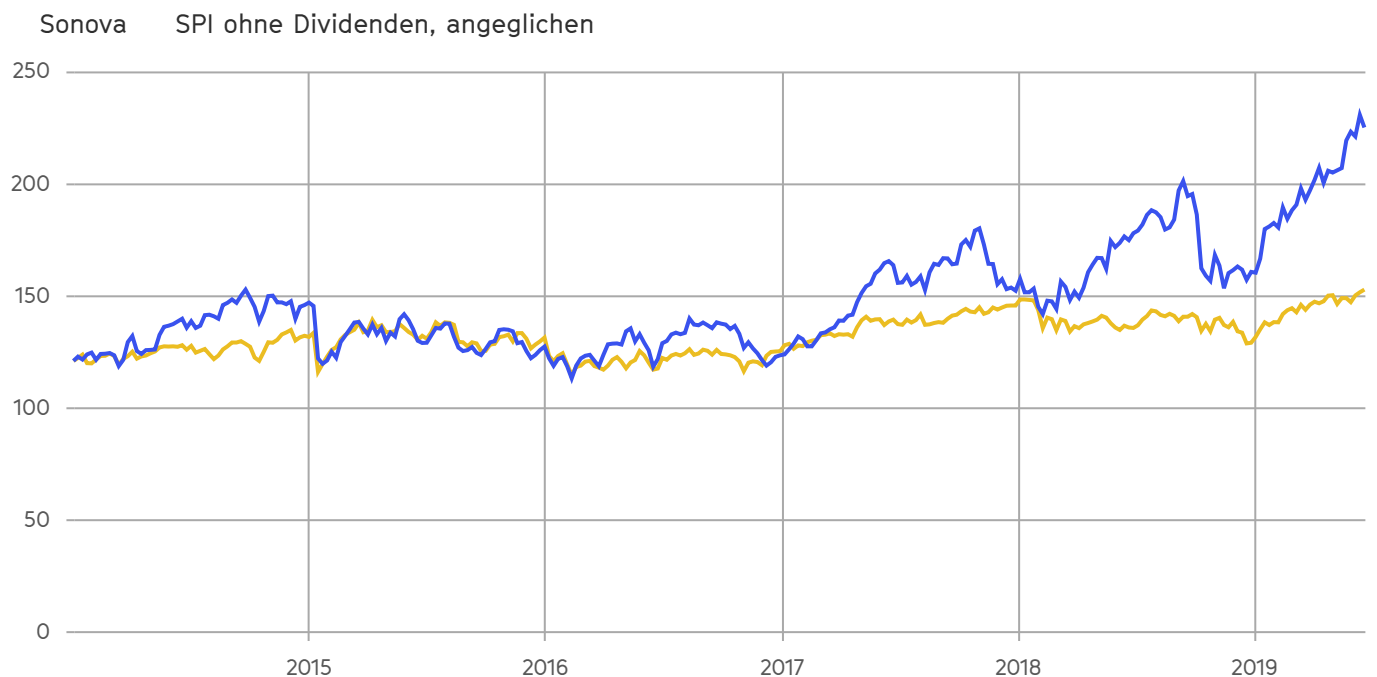
Sonova-GV zeigt Unstimmigkeiten auf

Die Aktien des Hörgeräteherstellers steigen und steigen. Dennoch gibt es Unruhe im Aktionariat.

Andreas Kälin
25.06.2019, 03.13 Uhr

Der Kursanstieg der Sonova-Aktien wird steiler und steiler, allein in diesem Jahr hat der Mid Cap 40% zugelegt. Das Ergebnis im Geschäftsjahr per Ende März 2019 fiel noch besser als erwartet aus, weiteres Wachstum ist absehbar.

Sonova überflügelt SPI



Quelle: Bloomberg, themarket.ch

Viele Nein-Stimmen

Trotzdem herrscht nicht eitel Sonnenschein beim Hörgerätehersteller. Das hat sich Mitte Juni an der Generalversammlung gezeigt. Eigentlich galten die Traktanden als unproblematisch. Die Stimmrechtsberater von ISS und Inrate/zRating hatten Zustimmung zu sämtlichen Anträgen des Sonova-Verwaltungsrats empfohlen, Ethos riet nur ein Mal zu einem Nein.

Überraschenderweise haben aber diverse Traktanden ungewöhnlich viele Gegenstimmen evoziert. Vier Mal lag der Nein-Stimmen-Anteil über 18%: bei den drei Abstimmungen, die die Vergütungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung betrafen, sowie bei der Wiederwahl von Lukas Braunschweiler als Verwaltungsrat. Daneben erhielt Robert F. Spoerry, seit 2011 Verwaltungsratspräsident, 11,3% Nein-Stimmen – im letzten Jahr waren es 3,5%.

Grossaktionäre im Fokus

Rasch kam die Vermutung auf, dass Beda Diethelm und/oder Hans-Ueli Rihs hauptverantwortlich für die hohe Zahl an Gegenstimmen waren. Sie hatten mit dem verstorbenen Andy Rihs den Hörgerätehersteller Phonak, heute Sonova, geformt und gehören weiter zu seinen wichtigsten Aktionären, ohne noch eine Funktion auszuüben.

Diethelm (aktueller Anteil an Sonova: 10,2%) hat auf eine Anfrage nicht reagiert, Hans-Ueli Rihs (5,7%) wollte sein Abstimmungsverhalten nicht kommentieren.

Ex-CEO umstritten

Auffallend ist, dass der Nein-Stimmen-Anteil für den Verwaltungsrat und früheren CEO Braunschweiler von 9,9 auf 18,1% gestiegen ist. Eine Erklärung dafür wäre, dass dieses Mal – anders als im Vorjahr – auch Diethelm ein Nein eingelegt hat.

Der sich im Abstimmungsresultat äussernde Unmut gegenüber Braunschweiler hängt teils damit zusammen, dass er an der GV 2018, nach sechseinhalb Jahren im Amt als CEO, direkt in den Verwaltungsrat von Sonova gewählt wurde. Stimmrechtsberater sehen solche Wechsel durchaus kritisch. Die Stimmrechtsberater von Inrate/zRating verweisen auf Anfrage aber darauf, dass mit Ausnahme von Braunschweiler alle Mitglieder des Sonova-Verwaltungsrats unabhängig seien: «Diesen Unabhängigkeitsgrad erachten wir als ausreichend.»

Der familiäre Faktor

Hans-Ueli Rihs bekundet gegenüber The Market seine grundsätzliche Ablehnung, dass ein vormaliger CEO in den Verwaltungsrat wechselt. Ausschlaggebend ist für ihn jedoch, wer der CEO des Unternehmens ist – seit April 2018 übt Arnd Kaldowski dieses Amt bei Sonova aus.

Zu ihm hat Rihs nach eigener Aussage einen guten Kontakt. Dem Grossaktionär gefällt, wie der Deutsche denkt und funktioniert: Kaldowski sei «ein Familienmensch» und habe viel Verständnis für eine familiär geprägte Unternehmenskultur.

Solch eine Kultur war einmal ein Markenzeichen des Hörgeräteunternehmens. Sie manifestierte sich exemplarisch im 1987 bezogenen «Phonak-Haus» in Stäfa, wo die Gruppe auch heute ihren Hauptsitz hat. Das Gebäude sei begegnungsoffen gestaltet, um die Leute miteinander in Kontakt zu bringen, so Rihs. Für ihn ist eine kommunikative und unkomplizierte Kultur die beste Voraussetzung, dass die Mitarbeiter Vertrauen entwickeln und bereit sind, Verantwortung zu tragen.

Die verlorene Kultur

Bei Sonova sei diese offene Kultur aber «weitgehend» verloren gegangen, meint Rihs, der über seine Kontakte nahe am Geschehen bleibt und «viel hört». Seine Hoffnung, dass man zum familiären Stil zurückfindet, verbindet sich mit der Person Kaldowskis.

Was die Geschäftszahlen anbelangt, hat sich die Amtszeit des aktuellen CEO gut angelassen. So ist im vergangenen Geschäftsjahr, das Ende März schloss, der Betriebsgewinn auf Stufe Ebita in lokalen Währungen um 6,7% gestiegen, nach starker Beschleunigung in der zweiten Jahreshälfte. Für das angelaufene Geschäftsjahr rechnet das Management mit einer Steigerungsrate von 9 bis 13%.

Schub dank Marvel

Nochmals Schub hat der Aktie in diesem Monat die Nachricht gegeben, dass Sonova den Marktanteil im Geschäft mit US-Kriegsveteranen im Mai auf 38% gesteigert hat – nachdem er sich davor seit Ende 2012 von 54 auf 27% halbiert hatte. Der Grund für die Wende: Im Mai wurden in diesem Vertriebskanal die neuen Hörgeräte aller Mitbewerber lanciert; erstmals gingen auch die auf der innovativen Marvel-Plattform basierenden Sonova-Produkte in die Statistik des US Department of Veterans Affairs (VA) ein.

Gemäss der Analystin Sibylle Bischofberger von der Zürcher Kantonalbank generiert Sonova mit ihren Marken über den VA-Vertriebskanal insgesamt rund 5% des Umsatzes. Damit sei seine Entwicklung für die Schweizer Gruppe zwar nicht matchentscheidend, aber auch nicht unwichtig, «da dieser Markt stetig wächst und attraktive Preise gelöst werden können».

Daniel Buchta von der Bank Vontobel macht darauf aufmerksam, dass bei VA die Audiologen «relativ wenig Marketingmassnahmen oder Ähnlichem ausgesetzt» seien. Für den Analysten sind die VA-Statistiken darum «ein Indikator dafür, wie gut das jeweilige Produkt technologisch ist».

Eine Frage des Preises

Die ersten Verkaufszahlen für die neusten Marvel-Hörgeräte sind erfreulich. Grundsätzlich sind bei Sonova die Bedingungen für ein Investment gegeben: Die Gruppe ist solide finanziert und hat, mindestens kurz- und mittelfristig, gute Perspektiven.

Für die Anleger ist ein Investment damit vor allem eine Frage des Preises – und die Sonova-Aktien sind sehr teuer. Gemessen am geschätzten Gewinn für dieses Geschäftsjahr beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis 28. Das Verhältnis von Unternehmenswert zu geschätztem Ebitda erreicht gemäss Bloomberg 22. Soll man angesichts der hohen Bewertung auf fallende Kurse setzen?

«Kurs übertrieben»

Ein Schweizer Fonds hielt in Sonova per Ende 2018 eine ansehnliche Short-Position – inzwischen hat er sie geschlossen. Einer der zuständigen Fondsmanager zweifelt nicht an Sonovas Qualität. Er zählt den Hörgerätehersteller mit Namen wie Nestlé oder Roche oder Sika zu den hervorragenden Schweizer Unternehmen, deren Titel in Mode sind: «Und was in ist, läuft zurzeit einfach weiter» – unbesehen der Bewertung.

Für Grossaktionär Hans-Ueli Rihs, kein Freund von Superlativen, ist der Fall klar: Er hält die Kursentwicklung für «übertrieben».

Zurück in die Zukunft

Wie soll sich der Anleger verhalten? Wer die Aktien bereits hält, sollte dabeibleiben und das Momentum weiter zu nutzen versuchen.

Andererseits empfiehlt es sich kaum, jetzt noch einzusteigen und dafür im Portfolio eine Umschichtung vorzunehmen.

Im Fall Sonova könnte es dienlich sein, sich an früheren Zeiten zu orientieren – als das Bewertungsniveau vernünftiger und die Unternehmenskultur familiärer war.

IM FOKUS

Die Argumente für eine Übernahme von Julius Bär

Der Aktienkurs der Privatbankgruppe bewegt sich seit zehn Jahren seitwärts. Doch mit ihrer Grösse, ihrer Position in Asien sowie ihrem nicht ausgeschöpften Margenpotenzial ist Bär eine attraktive Übernahmekandidatin. Signifikante Synergien locken.

Mark Dittli 20.06.2019

IM FOKUS

Warum man auf Implenia wetten kann – trotz allem

Nach dem tiefen Fall sind die Implenia-Aktien wieder für eine positive Überraschung gut. Doch die Zurückhaltung der Investoren kommt nicht von ungefähr.

Daniel Zulauf 19.06.2019

Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.