



## **Nordische Small Caps: Von der Outperformance zur Unterbewertung – Eine Investitionschance?**

Kommentar von Hans Marius Ludvigsen, Portfoliomanager bei DNB Asset Management

18.02.2025 Während die globalen Aktienmärkte, insbesondere die USA, in den letzten Jahren neue Höchststände erreicht haben, blieben nordische Small Caps hinter der Entwicklung zurück. Die nordischen Länder – Schweden, Norwegen, Dänemark und Finnland – gelten traditionell als wirtschaftlich stabile Regionen mit hoher Innovationskraft, soliden Staatsfinanzen und einer starken Digitalisierung. Doch während große nordische Unternehmen wie Novo Nordisk, Volvo oder Equinor weiterhin im Fokus internationaler Investoren stehen, ist der Markt für kleinere und mittelgroße Unternehmen (Small Caps) zuletzt unter Druck geraten. Doch für langfristig orientierte Investoren könnten sich gerade hier attraktive Chancen ergeben.

### **Historische Outperformance nordischer Small Caps**

Über viele Jahre hinweg haben nordische Small Caps eine bemerkenswerte Performance erzielt und sowohl ihre größeren Pendanten als auch internationale Small-Cap-Indizes übertroffen. Seit 2005 legte der MSCI Nordic Small Cap Index um +628 % zu und ließ damit sowohl den MSCI Nordic Index (+426 %) als auch den globalen Small-Cap-Index MSCI World Small Cap (+371 %) hinter sich. Ein zentraler Grund für diese Entwicklung war die starke Innovationskraft vieler nordischer Unternehmen, kombiniert mit stabilen politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Besonders in den 2020er Jahren erlebten viele skandinavische Small Caps einen Boom. Diese überdurchschnittlichen Wachstumsraten wurden insbesondere durch Technologiewerte, nachhaltige Konsumgüterunternehmen und spezialisierte Industrieunternehmen getragen. Doch seit der Pandemie hat sich das Blatt gewendet, und die Bewertungen sind auf ein historisches Tief gesunken, was aus unserer Sicht eine interessante Einstiegsgelegenheit darstellt.

### **Eine Neubewertung des Small-Cap-Sektors?**

Ein wesentlicher Grund für die schwache Performance der Small Caps in den letzten Jahren liegt in der restriktiven Geldpolitik. Während in den USA und Europa Unternehmen meist festverzinsliche Kredite nutzen, sind in den nordischen Ländern Hypotheken und Unternehmensfinanzierungen häufig an variable Zinssätze gekoppelt. Das bedeutet, dass Zinserhöhungen in der Region besonders stark durchschlagen – sowohl auf Unternehmen als auch auf die Kaufkraft der Verbraucher. Die schwedische Wirtschaft, die mit einem hohen Anteil an Haushalten mit variabler Hypothekenfinanzierung kämpft, hat dies besonders zu spüren bekommen. Höhere Zinsen führten zu einem Einbruch des Konsums und einer Schwäche im Immobilienmarkt. Der schwedische Immobiliensektor hat erhebliche Kursverluste erlitten, was auch auf andere Wirtschaftsbereiche ausstrahlte.

Doch nun könnte sich das Blatt wenden. Die Zentralbanken haben begonnen, die Zinsen zu senken. In Schweden ist der Leitzins bereits gefallen, und es werden weitere Senkungen erwartet. Da skandinavische Volkswirtschaften stark von Konsum und Immobilienfinanzierung abhängen, sollten sinkende Zinsen hier besonders positive Effekte haben. Wir gehen davon aus, dass der schwedische Konsument 2025 wieder mehr ausgeben wird, was sich positiv auf Unternehmen auswirkt, die stark vom Binnenkonsum abhängen.

Ein weiterer Faktor, der für nordische Small Caps spricht, ist das aktuelle Bewertungsniveau. Normalerweise werden kleinere Unternehmen mit einer Prämie gegenüber großen Unternehmen

gehandelt, da sie schneller wachsen. Doch aktuell ist das Verhältnis umgekehrt. Während große nordische Unternehmen im Schnitt mit dem 19-fachen ihres erwarteten Jahresgewinns bewertet werden, liegen kleinere Unternehmen bei nur dem 14-fachen. Dies ist ein historischer Tiefstand, den es in dieser Form zuletzt während der Finanzkrise gab. Die aktuellen Bewertungen deuten darauf hin, dass der Markt starkes Misstrauen gegenüber Small Caps hat. Doch genau solche Phasen haben sich in der Vergangenheit oft als Kaufgelegenheiten herausgestellt. Wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stabilisieren, könnte das ein signifikanter Treiber für eine Neubewertung sein.

### **Sektoren und Unternehmen mit Potenzial**

Innerhalb des Small-Cap-Segments gibt es einige Sektoren, die besonders von der aktuellen Marktlage profitieren könnten.

#### **Konsumwerte: Gewinner einer wirtschaftlichen Erholung**

Da sinkende Zinsen die Kaufkraft der Haushalte stärken, setzen die Fondsmanager verstärkt auf Konsumwerte. Ein Beispiel ist die Humble Group, ein Konsumgüterhersteller, der sich auf nachhaltige und gesunde Produkte spezialisiert hat. Das Unternehmen wächst organisch um 10–11 % pro Jahr und weist eine stetige Margenverbesserung auf. Besonders spannend: Trotz dieser Wachstumsdynamik wird die Aktie mit einem Abschlag zu etablierten Konsumgüterherstellern gehandelt. Auch Unternehmen aus dem Bereich Heimwerken und Renovierung sind im Fokus. Hier gehören die Bravida, Marktführer für technische Gebäudeinstallationen und der Elektroinstallateur Instalco, zu den Favoriten, da steigende verfügbare Einkommen tendenziell zu einer höheren Nachfrage nach Sanierungsarbeiten führen.

#### **Immobilien: Profiteure sinkender Zinsen**

Der nordische Immobilienmarkt hat in den letzten Jahren massive Korrekturen erlebt. Doch mit sinkenden Zinsen könnten sich hier Chancen ergeben. Insbesondere schwedische Immobilienunternehmen sind interessant. Aufgrund der hohen Abhängigkeit von variabler Finanzierung waren diese Unternehmen stark unter Druck. Mit fallenden Zinsen könnte sich die Lage nun drehen – was sowohl für börsennotierte Immobilienfirmen als auch für Zulieferer positiv wäre.

#### **Technologie und Digitalisierung: Unterschätzte Wachstumsbereiche**

Ein weiteres interessantes Segment ist der Technologiesektor, insbesondere in Finnland. Das Unternehmen Talenom digitalisiert Buchhaltungsprozesse für kleine und mittlere Unternehmen. Durch eine Kombination aus Automatisierung und niedrigen Kosten wächst das Unternehmen stetig und bietet eine spannende Alternative zu etablierten Software-Riesen. Auch das dänische Unternehmen Napatech, das Hochleistungskarten für Datenzentren entwickelt, gehört zu den High-Potential-Werten. Diese Technologie hilft großen Cloud-Anbietern, ihre Rechenzentren effizienter zu machen – ein Markt mit enormem Potenzial.

#### **Wie positionieren sich Investoren für eine Erholung?**

Für Anleger stellt sich die Frage, ob es bereits jetzt an der Zeit ist, in nordische Small Caps zu investieren oder ob weitere Rückschläge drohen. Wir sehen derzeit gute Chancen für eine strategische Positionierung. Wir konzentrieren uns darauf, Unternehmen zu finden, die von einer wirtschaftlichen Erholung profitieren können. Dazu gehören vor allem schwedische Konsumwerte, digitale Dienstleister und Immobilienunternehmen. Im eigenen Portfolio ist der Fokus klar: Der Fonds hat derzeit 65 % seiner Mittel in Schweden investiert, was 15 Prozentpunkte über dem Marktanteil Schwedens im nordischen Index liegt. Dies zeigt das Vertrauen in eine Erholung des schwedischen Marktes.