

«Viele Kurse haben nach unten überschossen»

MITTWOCHSINTERVIEW Andreas Buner und Raffael Frauenfelder von Albin Kistler erachten Straumann und andere Qualitätstitel als zu günstig. Zudem beobachten sie SGS und Accelleron.

Die Investments der Co-Portfolio-Manager basieren auf dem Know-how von zwanzig Analysten. Der Fonds hat ein Volumen von rund 45 Mio. Fr., wurde 2016 lanciert und hat seither ungefähr gleich gut abgeschnitten wie der Gesamtmarkt. Er investiert ausschliesslich in Schweizer Small und Mid Caps.

Herr Buner, Herr Frauenfelder, das Börsenumfeld scheint momentan sehr rutschig. Ist es schon Zeit zum Einsteigen?

Buner: Die Unsicherheit ist immer noch gross. Für uns ist das aber weniger relevant, weil wir einen langfristigen Ansatz verfolgen. Im Gegenteil: Viele qualitativ hochwertige Unternehmen sind attraktiv bewertet. Von daher ist es kein schlechter Einstiegszeitpunkt. Es wäre allerdings unseriös zu behaupten, dass in einem halben Jahr mit Sicherheit eine positive Rendite herauschaut.

Frauenfelder: Die Börse schaut immer weit voraus. Würden alle Unsicherheiten wegfallen, wäre es für den Einstieg wohl schon zu spät. Unsichere Zeiten sind daher interessant, um gestaffelt ein Engagement in Qualitätsaktien aufzubauen.

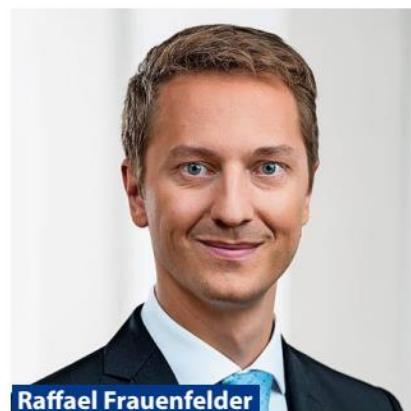
«Wir haben einzig Temenos verkauft, weil wir von der Qualität nicht mehr überzeugt waren.»

Der Markt scheint getrieben von Makrodaten wie etwa Zinserwartungen.

Buner: Der Markt schaut durchaus auf die Unternehmen, aber vor allem was den Ausblick betrifft. Viele Halbjahreszahlen waren im Hinblick auf die Umsatzentwicklung sehr gut, während die Margen teilweise enttäuscht haben. Die Prognosen sind von Vorsicht geprägt. Das hat bei einigen Titeln zu heftigen Reaktionen an der Börse geführt. Die grosse Frage ist, ob die Unternehmen zu Recht oder zu Unrecht so vorsichtig sind.



Andreas Buner



Raffael Frauenfelder

BILDER: ZVG

«Wir möchten die Kursschwäche von VAT nutzen, um weiter aufzustocken.»

Frauenfelder: Es wäre hilfreich, wenn sich die Serie an vielen externen Schocks beruhigen würde, damit sich der Markt wieder finden kann und verstärkt auf die Fundamentaldaten schaut.

Rechnen Sie mit einer Rezession?

Buner: Das Rezessionsrisiko ist sicherlich gestiegen, was sich auch in den konservativeren Ausblicken der Unternehmen zeigt. Die Zinserhöhungen werden den Konsum und die Investitionen schwächen. Hinzu kommt die drohende Energieknappheit. Wie einschneidend eine solche Rezession wäre, ist rein spekulativ. Vielerorts ist die Visibilität sehr gering.

Haben Sie aufgrund dieser Beobachtungen Anpassungen am Portfolio vorgenommen?

Frauenfelder: Nein. Wir achten sehr stark auf die Qualität unserer Positionen. Wenn eine Firma solid finanziert ist und über ein gutes Produktportfolio sowie eine starke Marktposition verfügt, kann man auch einmal durch eine Rezession mit ihr gehen. Die Voraussetzung ist, dass man zuvor seine Hausaufgaben gemacht hat.

Buner: Wir sind eher der Meinung, dass viele Aktienkurse nach unten überschossen. Nehmen Sie Straumann: Die Aktien haben in diesem Jahr mehr als 40% verloren. Die mittel- und langfristigen Aussichten für das Dentalunternehmen sind aber hervorragend. Wenn wir einen solchen Rabatt bekommen, ist das eher ein Grund für Zukäufe. Wir haben einzig Temenos verkauft, nicht wegen des aktuellen Umfelds, sondern weil wir von der Qualität nicht mehr überzeugt waren.

Erleben wir bei Straumann nicht eine Normalisierung nach Jahren der Übertreibung?

Buner: Das ist schon so. Die Bewertung ist immer zu einem grossen Teil von den Zinsen abhängig. Die Straumann-Aktien waren mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von über 60 bewertet. Das ist im gegenwärtigen Zinsumfeld nun nicht mehr realistisch. Wichtiger ist, dass der Gewinn stetig zunimmt, und hier sieht es gut aus. Operativ gibt es wenig zu bemängeln.

Frauenfelder: Dass eine Bewertung vorübergehend auch mal überschiesst, ist normal. Die Frage ist dann, ob das Unternehmen in eine solche Bewertung hineinwachsen kann oder ob es zu einer anhal-

tenden Bewertungskontraktion kommt. Steigende Zinsen treffen rasch wachsende Unternehmen härter, weshalb ihre Bewertungen stärker gesunken sind und nun wieder näher am fairen Wert notieren.

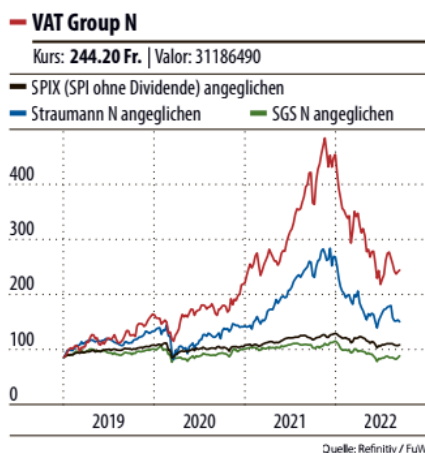
Wie blicken Sie auf die Gewinnentwicklung? Gibt es noch viel Korrekturbedarf?

Frauenfelder: Die Gewinnschätzungen werden bereits laufend nach unten korrigiert. Das hängt auch mit der grossen Unsicherheit zusammen, der die Unternehmen ausgesetzt sind. Vereinzelt ist es bereits zu Gewinnwarnungen gekommen, wie etwa bei Sonova. Wenn es gegen Jahresende tatsächlich einen Energieengpass gibt, werden die kurzfristigen Gewinnprognosen bestimmt nochmals fallen.

Haben Sie die Position in Sonova nach der Gewinnwarnung aufgestockt?

Frauenfelder: Nein, denn der Hörgerätehersteller steht kurz vor dem Aufstieg in den SMI. Unser Universum bilden die klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen, was bedeutet, dass wir nicht in SMI-Valoren investieren. Im September werden wir uns daher komplett von Sonova trennen, was schade ist, weil uns der Titel nach wie vor gefällt.

Was machen Sie mit dem Geld?



Frauenfelder: Mit dem Aufstieg von Sonova fällt SGS aus dem SMI. Den Prüfkonzern schauen wir uns genau an, weil er zum einen eine hohe Kapitalrendite und eine geringe Zyklizität aufweist. Überdies wird das ganze Prüfen, Testen und Zertifizieren immer wichtiger. Dann möchten wir die Kursschwäche von VAT nutzen, um weiter aufzustocken. Uns interessiert auch das ABB-Spin-off Accelleron.

Finden Sie die Turboladerdivision attraktiver als die Elektromobilitätssparte, die ABB ebenfalls an die Börse bringen will?

Frauenfelder: Nach der Verschiebung des IPO der E-Mobility-Sparte sind noch zu viele Faktoren ungewiss. Und da in diesem Bereich momentan viel Fantasie vorhanden ist, dürfte die Bewertung stolz ausfallen. Bei Accelleron sind die Finanzen gut, und auch das Margenprofil sowie der hohe Serviceanteil gefallen uns. Der Titel wird sich nicht sofort verdreifachen, aber ein konstantes Gewinnwachstum ist möglich.

Buner: Letztlich entscheidet aber auch der Preis, ob wir eine Position eingehen und in welchem Umfang.

Sehen Sie Unternehmen, wo die finanzielle Situation ungemütlich werden könnte?

Frauenfelder: In unserem Portfolio nicht. Aber grundsätzlich sind Firmen gefährdet, die bereits eine hohe Verschuldung aufwiesen und zusätzlich Investitionen ins Umlaufvermögen vornehmen mussten. Sollte die Nachfrage nach diesen Produkten zurückgehen, könnten zudem Abschreibungen nötig werden. Oder Konzerne, die ihre Preise nicht erhöhen können, weil sie zu wenig Unterscheidungsmerkmale zur Konkurrenz aufweisen.

Erwarten Sie von den Energiepreisen anhaltenden Gegenwind?

Frauenfelder: Viele Unternehmen haben die Energiepreise für das laufende Jahr zu grossen Teilen abgesichert. Mit Blick auf das kommende Jahr können sie die Entwicklung aber kaum abschätzen. Um einen Notfallplan aus dem Ärmel zu schütteln, ist die Zeit zu knapp. Energieintensive Branchen bekommen die Kosten bestimmt zu spüren, vor allem wenn sie sie nicht weitergeben können. Der Glashersteller Vetropack etwa hat gezeigt, dass er damit recht gut umgehen kann. Kommt es zu Stromengpässen, sind die Folgen aber flächendeckend gross.

Wo sonst sehen Sie noch Übertreibungen nach unten?

Buner: Neben VAT hatten wir auch Bachem schon lange auf dem Radar. Beide sind ausgezeichnete Unternehmen, allerdings mussten wir lange warten bis der Preis ein vernünftiges Niveau angenommen hat. Nun haben beide Titel diese Hürde genommen.

Frauenfelder: In der Industrie gibt es einige Titel, wo die Rezessionsängste schon längst eingepreist sind und wir viel Potenzial sehen. Zum Beispiel Georg Fischer ist mit ihrer Rohrleitungsdivision weniger konjunkturabhängig, als vom Markt erkannt wird. Und wenn das Automobilgeschäft zurückkommt, werden sich auch die Margen deutlich erholen.

INTERVIEW: IVO RUCH

Investora Zürich

Die Investora Zürich bringt das Top-Management von dreissig kotierten Schweizer Unternehmen mit Small- und Mid-Cap-Investoren zusammen. Die Konferenz vom 21. und 22. September 2022 richtet sich an institutionelle und qualifizierte Investoren, Analysten, Vermögensverwalter, Anlageberater, Finanzmedienvertreter und Branchenspezialisten.

Die Firmenpräsentationen werden umrahmt von Fachreferaten zu börsenrelevanten Themen und einem Networking Event mit Apéro riche am Abend des ersten Konferenztages. Weitere Informationen unter www.investora.ch