

INTERVIEW

«Wir glauben an die Perspektive von Wachstumswerten»

Moritz Baumann und David Bussmann vom Zürcher Vermögensverwalter Albin Kistler halten den Zinsanstieg inzwischen in den Aktienkursen für eingepreist und sagen im Interview, in welchen Wachstumstiteln sie nun Einstiegsmöglichkeiten erblicken.

Ruedi Keller ✉

«Nach der Bewertungskontraktion werden sehr viele Aktien die vergangenen Höchstkurse lange nicht mehr erreichen.» Das ist die Überzeugung von Moritz Baumann, Leiter Research, und David Bussmann, Stv. Leiter Asset Management, des Zürcher Vermögensverwalters Albin Kistler.

Doch ebenso überzeugt sind sie: «Diejenigen, die die beste Chance dazu haben, sind die Unternehmen, die fähig sind, profitabel zu wachsen.» Solche Wachstumswerte hätten die Möglichkeit, dank steigender Gewinne die Kursdelle auszubügeln. Erstaunlich finden sie entsprechend, dass genau solche Wachstumstitel dieses Jahr am stärksten korrigiert haben: «Das hat riesige Einstiegschancen eröffnet.»

Warum die beiden Anlageprofis deshalb dieses Jahr Aktien von Unternehmen wie Sika nachkaufen, attraktive Perspektiven für Bystronic ausmachen sowie neu bei Sensirion eingestiegen sind und nun auch VAT genauer anschauen, sagen Sie im Interview.



«Die Zinserwartungen nehmen bereits viel vorweg, und wir glauben, die Märkte könnten nun wieder zu drehen beginnen»: Moritz Baumann, Leiter Research, und David Bussmann, Stv. Leiter Asset Management von Albin Kistler.

Bild: zvg

Herr Baumann, Herr Bussmann, wie ordnen Sie die aktuelle Marktlage ein?

Bussmann: Die Bewertungskorrektur dominiert alles – bei den Immobilien, den Obligationen und den Aktien. Auslöser dafür war die Rückkehr der Inflation und der damit einhergehende Zinsstraffungskurs der Nationalbanken.

Dazu kommt der Schock der Invasion Russlands in die Ukraine. In Summe weckt das Rezessionsängste und führt an den Märkten zu grossen Herausforderungen.



David Bussmann, Stv. Leiter Asset Management von Albin Kistler

Bild: zvg

Bedeutet die Ballung der vorliegenden, aber bekannten Probleme, dass wir den Tiefpunkt der Börsen bereits hinter uns haben?

Bussmann: Das hoffen wir natürlich. Zumindest glauben wir, dass wir einen Grossteil des Abwärtssogs gesehen haben. Die Zinserwartungen nehmen bereits viel vorweg, und wir glauben, die Märkte könnten nun wieder zu drehen beginnen.

Welche Zinserwartungen sind denn bereits in den Bewertungen drin?

Baumann: In aller Munde ist die Anhebung der Leitzinsen durch die Notenbanken, also das kurze Ende der Zinskurve. Für die Bewertung der Aktienmärkte zählt jedoch einzig das lange Ende. Der Blick der Börse richtet sich auf die Renditen der



Moritz Baumann, Leiter Research von Albin Kistler

Bild: zvg

zehnjährigen US-Staatsanleihen. Dort bewegen wir uns nun zwischen 3 und 4%. Wenn wir davon ausgehen, dass sich die Inflation nach einer Übergangsphase so weit abschwächt, dass die Verzinsung real bei null oder leicht positiv einstellt, dürfte bei den langfristigen Zinsen bereits der Höhepunkt erreicht sein – und ist damit in den Aktienkursen drin.

Bussmann: Sobald Makrodaten kommen, die minim besser ausfallen als erwartet, sinken nun die Langfristzinsen und die Aktienkurse ziehen an, besonders diejenigen von wachstumsstarken Unternehmen. Solche Ausschläge dürften noch weiter zu beobachten sein – in die eine wie auch in die andere Richtung. Sie zeigen aber, dass die derzeitigen Erwartungen an steigende Zinsen voll in den Aktienkursen abgebildet sind.

Dazu brauchte es 2022 eine starke Korrektur. Wie gehen Sie damit um?

Baumann: Zu Jahresbeginn hatten wir unterschätzt, wie stark die Zinsen steigen werden. Im jetzigen Wissen darum, hätten wir wohl die Duration in unseren Obligationsanlagen stärker verkürzt, beim Aktienportfolio aber wohl kaum massgebliche Änderungen vollzogen. Wir fühlen uns mit unserer Auswahl sehr wohl.

Sie setzen stark auf Wachstumstitel wie Belimo, Straumann, Sika und Lonza, deren Kurse sich 2022 teilweise halbiert haben. Halten Sie daran fest?

Bussmann: Wir haben im Boom-Markt des letzten Jahres immer wieder Gewinne auf diesen Positionen mitgenommen, aber diese nicht komplett verkauft.

Baumann: Wichtig für uns ist, dass diese Unternehmen alle ein bestens positioniertes Geschäftsmodell haben und profitabel wachsen. Daran wird sich auch im nächsten Jahrzehnt nichts ändern. Allenfalls kommt nun eine Wachstumsdelle, aber strukturell sind die Aussichten intakt.

Wachstumstitel bleiben weiterhin ihre Lieblinge?

Baumann: Nach der Bewertungskontraktion werden sehr viele Aktien die vergangenen Höchstkurse lange nicht mehr erreichen. Doch diejenigen, die die beste Chance dazu haben, sind die Unternehmen, die fähig sind, profitabel zu wachsen. Sie haben die Möglichkeit, dank steigender Gewinne die Kursdelle auszubügeln. Erstaunlich dabei ist, dass genau solche Wachstumstitel dieses Jahr am stärksten korrigiert haben. Das hat riesige Einstiegschancen eröffnet.

Sie haben die in der Korrektur geschrumpften Positionen wieder ausgebaut?

Bussmann: Wir glauben an die Perspektive von Wachstumswerten. So wie wir in der guten Zeit aus Bewertungsüberlegungen Gewinne mitgenommen haben, haben wir die Positionen in der Schwäche wieder ausgebaut. Bei Dätwyler Interroll, Straumann, Geberit und Sika haben wir in diesem Jahr zugekauft.

Worauf setzen Sie bei Sika?

Baumann: Sika ist ein Paradebeispiel dafür, wie man gut akquiriert. Das Management grast den fragmentierten Markt für Bauchemie in einer Art ab, die uns überzeugt. Nun ist mit MBCC und einem Unternehmenswert von 5,5 Mrd. Fr. auch ein grosser Brocken darunter. Aber bereits bei Parex zeigte Sika, dass sie auch das können.

Woran liegt das?

Baumann: An der Kultur von Sika. 2021 hat Thomas Hasler den CEO-Posten von Paul Schuler übernommen. Schon damals kannten Hasler alle. Denn bei Sika stehen an Informationsveranstaltungen auch die Divisionsleiter auf der Bühne. Das illustriert, mit welcher Konstanz das Unternehmen geführt wird und ist zudem ein Beispiel dafür, wie ein globaler Konzern dezentral geführt werden kann. All das funktioniert bei Sika und äussert sich in starken Wachstumsraten. Beispielsweise in der Region Americas ist das Unternehmen in den ersten neun Monaten des Jahres 37% gewachsen, davon 30% aus eigener Kraft.

Bussmann: Wenn man ein Unternehmen findet, bei dem alles funktioniert, fürchten wir uns auch nicht vor einer Delle, wie sie nun allenfalls kommen könnte. Mit Blick auf drei oder vier Jahre sind wir für Sika so optimistisch, dass wir eine Bewertungskorrektur aushalten.

Sind die Gewinnschätzungen der Analysten für das nächste Jahr nicht grundsätzlich zu hoch und dürften noch nach unten korrigiert werden?

Baumann: Die Gewinnschätzungen für die nächsten ein bis zwei Jahre sind für die kurzfristigen Kursentwicklungen sehr relevant. Doch seien wir ehrlich: Ob das für 2024 geschätzte Kurs-Gewinn-Verhältnis von Sika – um beim Beispiel zu bleiben – nun bei 25 oder 30 steht, macht für uns keinen Unterschied. Das liegt im Bereich der Schätzungsungenauigkeit. Wir schauen stärker auf die Kapitalrentabilität eines Unternehmens und die Entwicklung über fünf bis zehn Jahre.

Bystronic ist ebenfalls eine Aktie, die sich im Jahresverlauf halbiert hat. Dennoch halten sie daran fest. Wieso?

Bussmann: Bystronic ist mit grossem Abstand Marktführerin bei Blechbearbeitungsmaschinen – und dürfte diese Position weiter ausbauen. Die Herstellung von Maschinen ist zwar ein stark zyklisches Geschäft. Doch es ist für uns kein Grund, davon Abstand zu halten, solange wir davon überzeugt sind, dass Bystronic in einem normalen Umfeld zuvorderst mitspielt, gute Margen erwirtschaftet, wächst und langfristig erfolgreich sein wird. Im Gegenteil: Der jetzige Kurs ist eine gute Einstiegsgelegenheit.

Was spricht für Bystronic?

Baumann: Das Unternehmen weist eine Nettoliquidität von 400 Mio. Fr. auf und die Marktkapitalisierung steht bei 1,3 Mrd. Fr. Klammert man das Netto-Cash aus, beträgt das Verhältnis von Unternehmenswert zu Ebitda lediglich 8. Die Aktie war schon vor der Korrektur nicht teuer und ist jetzt günstig. Die hohe Nettoliquidität ist bei einem solch ausgeprägten Zyklus ausserdem wertvoll, um für Schwankungen im Geschäftsgang gewappnet zu sein.

Bussmann: Die Rentabilität auf dem effektiv investierten Kapital beträgt mehr als 20%, was für einen Maschinenhersteller sehr hoch ist. Dazu wurde das Unternehmen im ersten Halbjahr durch Lieferkettenprobleme zurückgebunden, die sich nun langsam lösen könnten.

Sehen Sie das bei weiteren Unternehmen?

Baumann: Bei Rational. Der bayrische Hersteller von Dampfgeräten für Industrieküchen spricht bereits von Entspannungen in den Lieferketten.

Sind Sie in Rational investiert?

Baumann: Wir beobachten das Unternehmen schon lange. Rational hat rund 1 Mio. Geräte installiert, mit denen in Grossküchen täglich rund 20 Mio. Mahlzeiten produziert werden. Mit dem aktuellen Arbeitskräftemangel und dem gestiegenen Effizienzdruck in der Grossgastronomie schafft das eine spannende Ausgangslage für die Aktie. Nachdem gleichzeitig die Bewertung korrigiert hatte, haben wir im Juni in Rational investiert.

Kernpositionen und jüngste Zukäufe von Albin Kistler

Kernpositionen	Zukäufe 2022
Sika	Sensirion
Inficon	Rational
Partners Group	Royal Bank of Canada
Georg Fischer	
Bystronic	

Was haben Sie dieses Jahr zudem neu ins Portfolio aufgenommen?

Baumann: Sensirion haben wir 2022 neu gekauft. Das Stäfler Unternehmen ist eine Forschungsmaschine und investiert stark, um die Technologieführerschaft bei Umweltsensoren zu halten – im Bereich, Feinstaub, der CO₂-Konzentration sowie Luftfeuchtigkeit und -temperatur. Sensirion schafft es immer wieder, genauere und kleinere Sensoren zu produzieren.

Wo sehen Sie das Potenzial?

Baumann: Wir glauben, dass gerade der Bereich Umweltsensoren künftig immer stärker nachgefragt werden wird. Bei Sensirion ist zudem speziell, dass die Forschungsausgaben erfolgsmindernd verbucht werden, statt sie in der Bilanz zu aktivieren wie bei anderen Tech-Unternehmen. Wegen dieser konservativen Buchführung scheint die Marge bei Sensirion im Vergleich tiefer und die wahre Gewinnkraft zeigt sich erst auf den zweiten Blick. Und die zeigt: Das Geschäftsmodell ist höchst profitabel.

Bussmann: Dazu kommt, dass das Unternehmen eine Eigenkapitalquote von 80% aufweist, schuldenfrei ist und sehr umsichtig geführt wird. Das sind alles Attribute, die wir sehr schätzen.

Wie ordnen Sie andere Schweizer Tech-Werte ein?

Baumann: Wir sind auch in Inficon investiert, die ebenfalls ein bewährtes Geschäftsmodell verfolgt. Der Zulieferer für die Halbleiterindustrie bietet technologisch höchststehende Produkte für die Vakuumerzeugung, Detektion von Lecks und die Gasanalyse. Das hiesige Management wird aber selbst in globalen Boom-Zeiten nie überschwänglich.

Derzeit scheint der Halbleiterzyklus jedoch gerade zu drehen.

Baumann: Die geplanten Kapitalausgaben zur Erstellung neuer Chip-Fabriken werden derzeit zwar etwas zurückgenommen. Doch bei den anspruchsvollsten Chips mit einer Grösse von unter zehn Nanometern wird weiterhin intensiv geforscht – und es werden neue Produktionsanlagen gebaut. Von ihrem Fokus auf die technologisch fortgeschrittensten Verfahren zur Herstellung von Chips profitieren die Schweizer Halbleiterzulieferer deshalb. Eine gewisse Rolle dabei könnte aber auch der Chip-Krieg zwischen den USA und China spielen, der dazu führt, dass von chinesischen Chip-Produzenten derzeit Schweizer Zulieferer tendenziell bevorzugt werden.

Bussmann: VAT schauen wir uns nun ebenfalls wieder genauer an. Aus Bewertungssicht entschieden wir uns im Sommer für den Kauf von Sensirion, nach der Kurskorrektur steht nun auch eine Investition in VAT zur Diskussion.

Dieses Jahr hielten sich Finanzwerte besonders gut, insbesondere Versicherungsaktien. Engagieren Sie sich auch in diesem Bereich?

Baumann: Bei Banken setzen wir den Fokus seit Jahren auf das vermögensbasierte Geschäft. Der Wohlstand steigt global, und wir sehen darin eine strukturelle Bewegung, der diesen Geschäftsbereich langfristig wachsen lassen wird.

Auf welche Unternehmen setzen Sie konkret?

Baumann: Wir haben so unterschiedliche Institute wie den Privatmarktspezialisten Partners Group, UBS und Vontobel im Portfolio. Das klassische Zinsdifferenzgeschäft meiden wir aufgrund der bisher grotesken Situation mit den Negativzinsen. Diesbezüglich engagieren wir uns auf dem amerikanischen Kontinent, wo die Zinsmargen vernünftig sind, mit der Royal Bank of Canada und mit Goldman Sachs.

Dominiert bei Goldman Sachs nicht das Investment Banking?

Baumann: Das Zinsgeschäft sowie das Wealth Management spielen eine grosse und vor allem wachsende Bedeutung. Goldman Sachs will den Weg einschlagen, den Morgan

Stanley bereits hinter sich hat. Dort steht nun das Wealth und das Asset Management im Vordergrund. Die Situation erinnert punkto Geschäftsausrichtung an die Credit Suisse, die nun ebenfalls der UBS nacheifert.

Partners Group ist ein spezieller Bankenwert: Im Gegensatz zu anderen Finanztiteln kann man den Privatmarktspezialisten auch zu den Wachstumswerten zählen – mit einer entsprechenden Bewertungskontraktion in diesem Jahr. Wie beurteilen Sie das Unternehmen?

Baumann: Der Grund für den Kursrücksetzer ist, dass die meisten Investoren den Investment Case darin verorten, dass Private Equity eine der wenigen alternativen Anlagemöglichkeiten im Tiefzinsumfeld war – mit entsprechendem Potenzial für Partners Group. Das Argument ist zwar nicht falsch, und seine Zugkraft schwindet nun mit den steigenden Zinsen. Aber wir sehen unabhängig davon Treiber für Private Equity, insbesondere für die Art, wie Partners Group dieses Geschäft betreibt.

Was hebt das Unternehmen von anderen Privatmarktakteuren ab?

Baumann: Wir schätzen an Partners Group die Prognostizierbarkeit der wiederkehrenden Erträge. Darauf stützen wir unsere Anlageentscheidung. Andere Investoren macht derzeit hingegen nervös, dass die erfolgsabhängigen Erträge derzeit sehr stark leiden.

Sie befürchten keine grundsätzlichen Probleme für die Private-Equity-Branche, Unternehmen in einem Umfeld, in dem die Bewertungen sinken, gewinnbringend wieder zu veräussern?

Baumann: Partners Group zeichnet sich dadurch aus, dass sie tendenziell in Nischen und in kleinere Unternehmen investiert und sich dort stark engagiert, um operative Verbesserungen zu erreichen. Darin liegt der zentrale Werttreiber und nicht in Veränderungen des Bewertungsniveaus. Zudem bietet Partners Group spezifische Beratungen für institutionelle Unternehmen an und stellt nicht einfach Fonds auf, in die investiert werden kann – oder eben nicht. Mit ihren kundenspezifischen Mandaten hebt sich Partners Group von anderen Playern im Markt ab.

Auf welche Versicherer setzen Sie?

Bussmann: Wir haben den Fokus bei Versicherungsaktien geschärft. Swiss Re und Scor haben wir verkauft und sind stattdessen bei Hannover Rück eingestiegen, die uns operativ am stärksten überzeugt. Zudem haben wir eine Position in Berkshire Hathaway.

Baumann: Bei den Erstversicherern liegt unser Fokus auf der Schweiz, mit Positionen in Swiss Life und Baloise.

Der Kurs von Swiss Life hat wegen ihrem hohen Engagement in Immobilien gelitten. Ist das für Sie kein Grund zur Sorge?

Bussmann: Die höheren Zinsen könnten dazu führen, dass die Bewertungen von Immobilien etwas unter Druck kommen. Doch mit Blick auf das Vermietungsgeschäft führen sie zu keinen Problemen. Solange der Cashflow aus den Immobilien von Swiss Life fließt, erfüllen diese Anlagen ihren Zweck. Aus unserer Sicht geht das Geschäftsmodell von Swiss Life auf.

Zur Person



Bild: zvg

Moritz Baumann, leitet den Bereich Research von Albin Kistler. Bevor der 41-Jährige 2011 zum Zürcher Vermögensverwalter stiess, war er als Finanzanalyst bei der Bank Julius Bär tätig. Baumann hat an der Universität Bern Ökonomie studiert und ist Träger der CFA-Designation.

Zur Person



Bild: zvg

David Bussmann, Stv. Leiter Asset Management und Analyst Gesundheit, ist seit 2012 bei Albin Kistler. Zuvor arbeitet der 39-Jährige als Investor Manager bei der in Zürich domizilierten BK Investment & Wealth Advisors. Nach dem Bachelor of Science in Economics der Universität Bern erlangte Bussmann 2007 den Master of Science in Finance & Economics der London School of Economics. Seit 2011 trägt er den CFA-Titel.
