

INTERVIEW

«Temenos und Logitech sind Kaufkandidaten»

Benjamin Schoch, Leiter institutionelle Kunden von Albin Kistler, und Moritz Baumann, Leiter Research, erklären, warum sie in der Krise Straumann gekauft und Versicherer aufgestockt haben und weshalb sie jetzt einen Einstieg bei Temenos und Logitech ins Auge fassen.

Ruedi Keller
30.07.2020, 01.36 Uhr



«Wir beurteilen Unternehmen mit Blick auf die lange Frist.»
Benjamin Schoch, Leiter institutionelle Kunden von Albin Kistler, und Moritz Baumann (r.), Leiter Research.

Bild: ZVG

«Pauschal betrachtet läuft es gut. Einzelne Sektoren stehen jedoch stark unter Druck.» Dieses Bild der aktuellen Marktlage zeichnen im Interview Benjamin Schoch, Leiter institutionelle Kunden von Albin Kistler, und Moritz Baumann, Leiter Research. Ausserdem erklären sie, warum trotz rekordhoher Stimulusmassnahmen keine Inflation, sondern vielmehr Deflation droht.

In der Covid-19-Delle hat der auf lange Frist investierende Zürcher Vermögensverwalter Albin Kistler neu das Dentalunternehmen Straumann ins Portfolio aufgenommen.

Nun erwägen Schoch und Baumann, sich in die Aktien des Bankensoftwareanbieters Temenos und des Computer-Zubehörherstellers Logitech einzukaufen: «Für sehr gute Unternehmen sind wir bereit, einen stolzen Preis zu zahlen.»

Herr Schoch, Herr Baumann, wie beurteilen Sie die aktuelle Marktlage?

Schoch: Die Märkte haben sich erholt und spiegeln einen positiven Weiterverlauf der Konjunktur. Es zeigen sich jedoch klare Unterschiede nach Ländern, Sektoren und Unternehmen: Pauschal betrachtet läuft es gut. Einzelne Sektoren stehen stark unter Druck.



Benjamin Schoch, 39, leitet den Bereich institutionelle Kunden von Albin Kistler
Bild: ZVG

Welche?

Schoch: Dienstleistungen, Tourismus, Gastronomie – die reiseabhängigen Bereiche insgesamt haben es schwer. Darüber hinaus leiden die Unternehmen, die stark fremdfinanziert sind. Wer sich vor der Krise übernommen hat, hat jetzt ein Problem.

An welche Unternehmen denken Sie?



Moritz Baumann, 39, leitet den Bereich Research von Albin Kistler
Bild: ZVG

Baumann: Bei Dufry kommen beide Aspekte zusammen: Das schuldenbeladene Geschäftsmodell des Reisedetailhändlers ist jetzt in Bedrängnis. Auch im Industriebereich gibt es einige Titel, die sich hart an der Grenze des Investierbaren bewegen, beispielsweise Autoneum. Die Abnehmerbranche des Automobilzulieferers liegt darnieder – das bereits vor Covid-19, jetzt hat sich die

Situation zusätzlich verschärft.

Und im Dienstleistungssektor?

Schoch: Adecco. Gewisse Sektoren liegen staatlich verordnet über Monate still. Das hat Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt. Es ist naheliegend, dass dies den international aktiven Arbeitsvermittler treffen wird.

In der Schweiz wirkt das Kurzarbeitssystem dämpfend. Ähnliche Lösungen kennen Deutschland und Frankreich, nicht aber die USA.

Schoch: In den USA haben bislang mehr als 60 Mio. Menschen Arbeitslosenentschädigung beantragt, obwohl die Arbeitslosenrate mittlerweile bereits wieder markant tiefer liegt. Der Unterschied zu früheren Krisen ist, dass unter Covid-19 die Hürde für den Erhalt von Arbeitslosenunterstützung deutlich gesenkt wurde und sogar Direktzahlungen realisiert werden. Das setzt neue Anreize in den USA mit noch kaum bekannten Implikationen auf den Beschäftigungsgrad.

Baumann: Erst die folgenden Quartale werden zeigen, wie sich die unterschiedlichen Arbeitsmärkte formieren werden. Aktuell sind die staatlichen Notfallprogramme noch zu dominant.

Auch die Notenbanken prägen das Marktgeschehen mit rekordhohen Stimulusmassnahmen: ein Treiber für Wachstum oder vor allem für Inflation?

Schoch: Wir sehen mittelfristig keine Inflationsgefahr. Die massiven Interventionen der Notenbanken und der Fiskalpolitik zementieren die bestehenden Strukturen. Sie stützen Unternehmen, die sonst einer Marktberreinigung zum Opfer fallen. Überkapazitäten bleiben erhalten, was einen Anstieg des Preisniveaus verhindern wird. Wir sehen deflationäre Tendenzen, zumal viele Staaten aufgrund ihrer Verschuldung höhere Zinsen gar nicht verkräften würden.

Und langfristig?

Baumann: Wenn das Vertrauen ins System verloren geht, würde die Inflation schubhaft anspringen. Ob und wann das passieren wird, ist die grosse, offene Frage.

Schoch: Hier liegt der Unterschied zur Finanzkrise: Damals zerbrach das Vertrauen in das Finanzsystem und kehrte erst zurück, als die Notenbanken die Massnahmen implementierten, die sie heute bereits frühzeitig angewandt haben. Auch wenn die Eingriffe vom Ausmass her enorm sind, ist es für uns das positive Zeichen dieser Krise: Wenn die Unternehmen jetzt nicht an Kredite kämen, wären wir bezüglich des Aufschwungs deutlich negativer eingestellt.

Was, wenn eine Konkurswelle die Bankbilanzen doch noch zerzausen sollte?

Baumann: Die Verzahnung zwischen den Banken und den Staaten, die man seit der Finanzkrise hat beseitigen wollen, besteht nach wie vor. Wenn das Finanzsystem eine erneute System- und Vertrauenskrise erfahren sollte, muss davon ausgegangen werden, dass auch die gesamte Geld- und Fiskalpolitik infrage gestellt wird.

Wie sehen Sie den aktuellen Konjunkturverlauf?

Schoch: Sehr schleppend. Wir sehen eine Erholung, was im Anschluss an einen Einbruch naheliegend ist. Wir gehen jedoch nur von einem gedämpften Wirtschaftswachstum aus. Bereits vor Covid-19 war kaum Zug in der Wirtschaftsentwicklung. Wir sehen nichts, das sich jetzt zum Besseren gewandt hätte: Es bleiben hohe Staatsschulden, ein gedämpfter Konsum und deflationäre Faktoren.

Welches Erholungsszenario sehen Sie: V, U oder L?

Baumann: Solche Buchstaben-Szenarien greifen zu kurz. Wir werden unterschiedliche Entwicklungen sehen: Für die Flugbranche dürfte es ein L werden, für Vermögensverwalter wohl eine V-förmige Erholung. Zusätzlichen Schub erfahren werden einige Technologieunternehmen.

Schoch: Die Erholung aus der Covid-19-Krise dürfte nach Land variieren, abhängig von der Dauer des Lockdown, dem effektiven Virusverlauf und der Zusammensetzung der Wirtschaft.

Wir sind mitten in der Halbjahresberichtssaison. Interessieren Sie die aktuellen Zahlen überhaupt?

Baumann: Klar schauen wir uns die Ergebnisse an, und wir sind skeptisch, wenn Unternehmensführer jetzt klare Jahresprognosen abgeben. Dafür ist die Unsicherheit noch zu gross. Wir orientieren uns lieber an den für 2021 und 2022 zu erwartenden Ergebnissen.

Viele Unternehmen haben die Prognose deshalb ausgesetzt. Ab wann wollen Sie wieder Voraussagen hören?

Baumann: Grundsätzlich brauchen wir keine Jahresprognosen oder kurzfristigen Auftragsmeldungen. Wir beurteilen Unternehmen mit Blick auf die lange Frist. Wenn ein Unternehmen vorübergehend einen Rückschlag erleidet, schauen wir darüber hinaus – sofern wir vom Management, dem Unternehmen und den Dienstleistungen, das es anbietet, grundsätzlich überzeugt sind.

Schoch: Wir beurteilen Geschäftsmodelle im Hinblick auf Beständigkeit. Daraus ergibt sich meist auch eine relativ gute Prognostizierbarkeit. Wir setzen auf Qualitätsunternehmen, mit denen man sich langfristig binden kann. Turnaround-Situationen oder opportunistisch Kurseinbrüche auszunutzen, liegen uns nicht.

Haben Sie dennoch in der Covid-19-Delle zugegriffen?

Baumann: Ja, wir haben Straumann gekauft. Diesen Titel hatten wir schon lange auf dem Radar. In der Kurskorrektur vom März haben wir zugegriffen.

Die Bewertung von Straumann ist mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2021 von über 40 noch immer fantastisch teuer.

Baumann: Ja, mit gutem Grund: Straumann war früher auf Implantate fokussiert. Jetzt haben sie ihre Palette verbreitert und sind zu einem Anbieter geworden, der in vielen Bereichen konkurrenzfähig ist. Der Kurseinbruch kam uns gelegen. Wir hätten den Titel wohl aber ohnehin gekauft.

Haben Sie weitere Gelegenheiten genutzt?

Schoch: Wir haben bestehende Positionen aufgestockt, besonders im Versicherungssektor. Der Sektor war aus unserer Sicht zu stark abgestraft worden: Einerseits haben sich die Anlagebücher der Versicherer mit der Markterholung erholt. Andererseits dürften die Verpflichtungen aus Covid-19-Schäden keine Kapitalmassnahmen zur Folge haben. Die Versicherer, die wir kaufen, sind solide finanziert und halten eine derartige Krise aus.

Welche Versicherungsaktien haben Sie gekauft?

Baumann: Besonders mögen wir Rückversicherer. Wir haben ein Übergewicht in Swiss Re, Hannover Rück und Scor. Der Mix ist uns jedoch ebenso wichtig. Wir halten auch Baloise, Vaudoise und Swiss Life.

Gerade dieses Segment hat sich jedoch noch nicht erholt.

Baumann: Die Zinskurve ist im zweiten Quartal auch im Dollarraum unter Druck geraten, was es für die Finanzindustrie insgesamt schwieriger macht, ansprechende Renditen zu erzielen. Wenn man diese Zyklen nicht aushält, darf man keine Versichereraktien kaufen. Wir haben kein Problem damit, wenn sich die jüngsten Zukäufe erst in zwei bis drei Jahren auszahlen.

Die weltweit tiefen und flachen Zinskurven schrecken Sie also nicht von Investitionen in die Finanzbranche ab?

Schoch: Die Zinskurve wird nur noch von den Notenbanken bestimmt. Sie reflektiert den Anspruch an Zeit- oder Risikoprämien nicht mehr. Wir nehmen deshalb Abstand von Geschäftsmodellen, die nur auf das Zinsdifferenzgeschäft setzen.

Ausser bei den Versicherern.

Baumann: Unser Anlagehorizont ist langfristig und wir glauben, dass Versicherungen ein zeitloses Bedürfnis abdecken. Viele Versicherer verschieben ihre Ertragsströme zudem in Richtung Kommissionseinnahmen, insbesondere Swiss Life. Banken mit einem Fokus auf das Zinsdifferenzgeschäft haben wir bereits vor Covid-19 konsequent gemieden.

Auch Credit Suisse und UBS?

Baumann: Wir halten UBS, die mit ihrer Vermögensverwaltung einen klaren Fokus auf das Kommissionsgeschäft hat. Die Bank hat die Neuausrichtung frühzeitig umgesetzt, sich massgeblich vom Investment Banking gelöst und ist mit dem Wealth Management in den USA präsent, dem wichtigsten Markt der Welt. Wir halten die Titel schon lange. In Credit Suisse sind wir hingegen nicht investiert.

Halten Sie weitere Finanztitel?

Schoch: Wir halten Partners Group, ebenfalls seit Jahren. Der Spezialist für Privatmarktanlagen fokussiert auch auf das Kommissionsgeschäft, und die Langfristigkeit, mit der er Gelder verwaltet, passt zu unserem Investitionsansatz.

Was ist Ihre derzeit grösste Überzeugung?

Baumann: Wir halten 30 bis 40 Schweizer Aktien in unserem Portfolio, von denen wir überzeugt sind – gerade auch im Hinblick auf die Fähigkeiten des Managements. Wir halten Givaudan, Inficon, Ems-Chemie – und trotz der Zyklizität seit mehr als zehn Jahren auch Bucher. Zum Portfolio zählt ferner Dätwyler, wo alle nur von Nespressokapseln sprechen. Doch der Industriekonzern beliefert zudem die Pharma- und Automobilbranche mit hochwertigen Dichtungslösungen. Diese Diversifikation auf der Abnehmerseite hilft aktuell ungemein.

Haben Sie im Industriebereich kürzlich neue Titel ins Portfolio genommen?

Baumann: Wir haben vor etwas mehr als einem Jahr eine Position in Georg Fischer aufgebaut. Uns überzeugt der Fokus auf Rohrleitungssysteme, das als Infrastrukturgeschäft dem Konzern zunehmende Stabilität verschafft. Diese Fokussierung schätzen wir auch bei Conzzeta, die sich auf die Blechbearbeitung konzentrieren will.

Haben Sie Unternehmen im Visier, deren Aktien Sie demnächst in Ihre Selektion aufnehmen könnten?

Schoch: Temenos und Logitech sind Kaufkandidaten. Im Rückblick hätte man natürlich beide gerne bereits im Portfolio gehabt. Aufgrund der hohen Qualität der Geschäftsmodelle sowie des flotten Wachstums handeln beide Titel jedoch meist auf hohen Bewertungen. Dennoch sind sie Kandidaten für uns.

Baumann: Für sehr gute Unternehmen sind wir bereit, einen stolzen Preis zu zahlen. Das rentiert langfristig. Zu langes Warten auf eine günstige Gelegenheit führt zu verpassten Chancen.

Wo sehen Sie die Chancen bei Temenos und Logitech?

Schoch: Digitalisierung ist ein langfristiger Wachstumstreiber, und beide Unternehmen sind diesbezüglich perfekt positioniert.

Baumann: Temenos setzt auf die Digitalisierung der Banken, und wenn eine neue Bankensoftware einmal installiert ist, garantiert das über Jahre wiederkehrende Erträge, aus dem Servicegeschäft oder bei Lizenzerneuerungen. Denn die Kundenbindung bei so hochkomplexen Systemen ist enorm. Logitech hat ein sehr breites Produkteportfolio und profitiert zurzeit von Trends in Gaming und Videokonferenzen. Das Unternehmen ist stets herausgefordert, sich in der Konsumelektronik immer wieder neu zu positionieren. Wir trauen dem Management zu, dass ihm das weiterhin gelingen wird.

Gibt es Unternehmen, die Ihnen jetzt zu teuer geworden sind?

Schoch: Wir halten Aktien des IT-Dienstleisters Also. Sie sind seit Covid-19 enorm en vogue. Auch Belimo halten wir seit Jahren – ebenfalls eine Lieblingsaktie vieler Investoren. Dasselbe gilt für Sonova. Bei allen drei Titeln könnte man über die hohe Bewertung diskutieren. Wir sind jedoch von der Qualität dieser Unternehmen so überzeugt, dass wir investiert bleiben.

Benjamin Schoch, 39, leitet den Bereich der institutionellen Kunden von Albin Kistler. Bevor er 2013 zum Zürcher Vermögensverwalter wechselte, war er als Berater für institutionelle Kunden bei PPCmetrics und Peritus Investment Consultancy tätig. Schoch hat an den Universitäten Bern und Basel Ökonomie studiert, ist Träger der CFA-, FRM- und CMT-Designation und besitzt das Zertifikat in ESG-Investing der CFA UK Society.

Moritz Baumann, 39, leitet den Bereich Research von Albin Kistler. Bevor er 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.
