



## INTERVIEW

### «Für 2024 bleibt Potenzial»

Moritz Baumann und David Bussmann vom Zürcher Vermögensverwalter Albin Kistler blicken zuversichtlich ins neue Aktienjahr. Im Interview sagen sie, mit welchen Aktien sie ihr Portfolio neu bestückt haben und warum sie bei UBS und Belimo ausgestiegen sind.

Ruedi Keller ✉

19.12.2023, 03.20 Uhr

«Die Wirtschaft hat den Zinsanstieg gut verkraftet.» Das sagen Moritz Baumann, Leiter Research, und David Bussmann, Leiter Asset Management, vom Zürcher Vermögensverwalter Albin Kistler. Insbesondere die Konsumnachfrage sei weiterhin robust, in der Industrie harze es indes.

Doch sie sind überzeugt: «Im Schnitt waren die diesjährigen Kursgewinne nach dem Einbruch von 2022 nicht so stark, dass für 2024 kein Potenzial mehr bleibt.»

Im Gespräch erläutern Baumann und Bussmann, warum sie neu auf Booking und Zoetis setzen, der Jungfraubahn und Georg Fischer treu bleiben, aber die Aktien von Belimo und UBS verkauft haben.

### Herr Baumann, Herr Bussmann, derzeit brummt die Jahresend rally. Folgt im Januar der Börsenkater?

Baumann: Dass die Aktienbörsen derzeit wieder steigen, liegt daran, dass die Inflationszahlen rückläufig sind. Die US-Notenbank hat an ihrer letzten Sitzung des Jahres signalisiert, dass der Zinsgipfel erreicht ist. Das sorgt unter den Marktteilnehmern für Erleichterung. Zeigen die

Inflations- und die Arbeitsmarktdaten weiterhin in die richtige Richtung, steht einer Fortsetzung des guten Laufs an den Börsen wenig entgegen.

### Was macht Sie so optimistisch?

Bussmann: Zuversichtlich stimmt uns, dass sich die Einkaufsmanagerindizes stabil halten, zumindest im Dienstleistungsbereich. Die Konjunktur dürfte nicht so stark nachgeben, dass die Börsen aufgrund einer Rezession in eine Korrektur fallen. Die Wirtschaft scheint den Zinsanstieg gut verkraftet zu haben.

### Was erwarten Sie für 2024?

Baumann: Im Schnitt waren die diesjährigen Kursgewinne nach dem Einbruch von 2022 nicht so stark, dass für 2024 kein Potenzial mehr bleibt.



Moritz Baumann, Leiter Research von Albin Kistler

Bild: zvg

Bussmann: 2023 wird mit einer Performance bei Schweizer Aktien von voraussichtlich rund 6% ein durchschnittlich gutes Jahr werden. Ähnliches erwarten wir für 2024.

### Viele Marktteilnehmer beklagen die derzeitige Ungewissheit bezüglich des makroökonomischen Ausblicks und der Zinsentwicklung. Sie wirken entspannt. Warum?

Baumann: Wir orientieren uns stark an den Risikoprämien. Dieses eher träge Mass stellt die Gewinnrendite der Unternehmen in Bezug zu den Renditen am Anleihenmarkt. Wenn Schweizer Aktien derzeit im Schnitt rund 6% Gewinnrendite versprechen und zehnjährige Schweizer Staatsanleihen wieder weniger als 1% Zins abwerfen, heisst das: Aktien versprechen eine attraktive

Mehrendite von 5 bis 6%. Angesichts der gesunden Schweizer Unternehmenslandschaft stimmt das zuversichtlich, dass kaum starker Abwärtsdruck auf Aktien zu erwarten ist.

### Wie positionieren Sie sich für das neue Jahr?

Baumann: Wir haben weiterhin ein Übergewicht in Aktien und halten eine Mischung aus Wachstumstiteln und defensiven Werten. Die Portfoliozusammensetzung ergibt sich bei uns stark aus fundamentalen Faktoren: Wir selektionieren einzelne Unternehmen und fügen ihre Aktien zu einem langfristig ausgewogenen Portfolio zusammen. Ein neues Kalenderjahr löst bei uns keinen Aktivismus aus.

Bussmann: Wir analysieren das Geschäftsmodell der Unternehmen und schauen auf das Wachstum sowie die Bewertung. Zudem stellen wir Anforderungen an die Qualität. Aktien, die einfach deshalb billig sind, weil ein Unternehmen in einer Krise steckt, wollen wir aus Risikoüberlegungen nicht in unserem Portfolio haben.



David Bussmann, Leiter Asset Management und Analyst Gesundheit bei Albin Kistler  
Bild: zvg

### Wie gehen Sie vor?

Bussmann: Im Gesundheitsbereich, beispielsweise, engagieren wir uns in der Schweiz tendenziell in eher zyklischen Werten wie dem Zahnimplantathersteller Straumann oder dem Hörspezialisten Sonova. Im Ausland positionieren wir uns in defensiven Pharmatiteln.

### In welchen?

Baumann: Schon lange investiert sind wir in Novo Nordisk. Dies wegen des Know-how des dänischen Pharmaunternehmens im Bereich Diabetes sowie seiner soliden Bilanz und den hohen Kapitalrenditen. Dieses Jahr kam der Erfolg im Bereich Übergewicht dazu.

Bussmann: Neu haben wir vor einem Jahr Zoetis ins Portfolio aufgenommen. Das US-Unternehmen bietet Pharmaprodukte für Tiere. Das ist ein Bereich, den es in dieser Form in der Schweiz nicht gibt. Zoetis kommt aus dem Nutztierbereich, bietet inzwischen aber mehrheitlich medizinische Produkte für die Haustierhaltung an. Diese Verschiebung begrüßen wir, da die Produkte für Nutztiere ein Massengeschäft sind. Mit Medizin für Haustiere lässt sich eine höhere Marge verdienen.

Baumann: In der Tiermedizin gibt es weniger Konkurrenz als in der Humanmedizin. Viele Pharmakonzerne haben diesen Bereich abgestossen oder aufgegeben. So auch Pfizer, das ursprüngliche Mutterhaus von Zoetis. Zoetis bietet das komplette Spektrum an, von den ersten Impfungen über Antibiotika bis zu Krebstherapien. Wer zahlungsbereit ist, kann heute für Tiere auf eine ähnliche medizinische Versorgung zurückgreifen wie für Menschen. Dafür wird immer mehr Geld ausgegeben, da Hunde oder Katzen zunehmend als Teil der Familie betrachtet werden.

### Was haben Sie dieses Jahr verkauft respektive neu ins Portfolio aufgenommen?

Baumann: Verabschiedet haben wir uns von UBS sowie Goldman Sachs, neu ins Portfolio aufgenommen haben wir Morgan Stanley. Verkauft haben wir zudem Belimo und neu die Aktien der US-Plattform Booking erworben.

### Kernpositionen und Zu- und Verkäufe von Albin Kistler

Kernpositionen	Verkäufe 2023	Zukäufe 2023
Georg Fischer	Belimo	Booking
Jungfraubahn	UBS	Morgan Stanley
Also	Goldman Sachs	
Zoetis		

### Wieso haben Sie die UBS-Aktien nach dem «Jahrhundert-Deal» mit Credit Suisse verkauft?

Baumann: Wir hatten UBS gekauft, als Sergio Ermotti nach der Finanzkrise begann, die Bank neu auszurichten. Die Perspektiven, die das eröffnete hatte, sagten uns zu. Doch dann brauchte es viel Geduld. Die Fokussierung der Bank gelang nicht ohne Rückschläge. Zusätzlich befand sich das regulatorische Umfeld in einem stetigen Wandel.

### **Trotzdem blieben Sie investiert?**

Baumann: Grundsätzlich waren wir von unserer Anlagethese überzeugt: Die Gewinnkraft von UBS wurde unterschätzt, und ihre Aktien waren klar unterbewertet. Doch wir mussten erleben, dass der Weg der Neuausrichtung der Bank stark vom Makroumfeld geprägt wurde. Wenn man milliardenschwere Altlastenportfolios abbauen will, hängt der Erfolg massgeblich davon ab, wie die Märkte gerade performen.

### **Das hat UBS hinter sich – aber mit Credit Suisse wohl auch wieder vor sich.**

Baumann: Als Ralph Hamers als CEO von Ermotti übernommen hat, waren wir einerseits froh, dass die Phase der Neuausrichtung abgeschlossen war. Gleichzeitig hat Hamers uns mit seinen Plänen wenig inspiriert. Als dann der CS-Deal kam, waren wir richtig enttäuscht. Das alte Spiel beginnt damit von neuem, und UBS tritt wieder in eine jahrelange Transformationsphase ein.

### **Also sind Sie ausgestiegen.**

Baumann: Wir teilen die Einschätzung, dass die Fusion mit Credit Suisse ein für UBS guter Deal war – zumindest auf dem Papier. Doch wir suchen nach Unternehmen, bei denen das Geschäftsmodell sicher und die Gewinnentwicklung prognostizierbar ist. Ermotti wird voraussichtlich erneut einen super Job machen. Doch wir wissen nun aus Erfahrung, dass bei einer solchen Integration vieles unkontrollierbar bleibt und die finanziellen Risiken von externen Faktoren abhängen. Da die Bewertung der UBS-Aktien zudem auf die Höhe ihres Buchwerts gestiegen war, haben wir sie im September verkauft.

### **... und sich in Morgan Stanley eingekauft, die zum 1,5-fachen Buchwert handelt. Warum?**

Baumann: Morgan Stanley ist der Ersatz für unsere Position in Goldman Sachs, die wir im Jahresverlauf ebenfalls verkauft haben. Morgan Stanley verfügt aber über eine ähnliche Ausrichtung wie UBS auf die Vermögensverwaltung.

Bussmann: Im Gegensatz zu demjenigen von UBS war der Kursverlauf von Morgan Stanley dieses Jahr moderat, sodass wir uns zu einem vernünftigen Preis einkaufen konnten. Hier fühlen wir uns derzeit wohler als bei Goldman Sachs oder UBS.

### **Worauf achten Sie bei Finanztiteln?**

Baumann: Wir setzen seit Jahren auf das Vermögensverwaltungsgeschäft und sind mitunter auch beim Privatmarktspezialisten Partners Group investiert. Ins Retail- und Zinsdifferenzgeschäft investieren wir kaum.

### **Warum?**

Bussmann: Der Erfolg im Zinsdifferenzgeschäft hängt vom Markt ab und nicht von der Managementleistung oder dem individuellen Geschäftsmodell. Dieser Bereich ist austauschbar, jeder Kunde kann die Bank wechseln, wenn er auf der gegenüberliegenden Strassenseite einen höheren Zins bekommt.

Baumann: Dazu kommt, dass das Zinsdifferenzgeschäft mit Kreditvergabe und den entsprechenden Risiken einhergeht. Die Vermögensverwaltung unterliegt auch Zyklen. Sie sind aber weniger ausgeprägt.

### **Die Privatbank Julius Bär hat soeben das Gegenteil beweisen – allerdings mit ihrem Private-Debt-Bereich. Sind Sie dort ebenfalls investiert?**

Bussmann: Nein, wir sind seit Jahren in Vontobel investiert. Dies auch, weil Julius Bär immer wieder in Skandale verwickelt war. Allein schon ihre geografische Ausrichtung mit Zielmärkten in Asien und Lateinamerika macht ihr Geschäft anfällig für Rechtsrisiken. Bei Vontobel herrscht ein ganz anderes Risikoverständnis, und sie weist entsprechend ein viel besseres Risikoprofil auf.

### **Verkauft haben Sie dieses Jahr zudem Belimo. Warum?**

Baumann: An Belimo gibt es nichts auszusetzen. Der Raumklimaspezialist ist gut geführt und das Geschäftsmodell hoch attraktiv. Der Verkauf geht ausschliesslich auf die hohe Bewertung zurück. Die Aktien handeln auf einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 35 bis 40. Falls die Bewertung merklich zurückkommt, würden wir jederzeit wieder einsteigen. Derzeit gibt es aber andere Qualitätsunternehmen, deren Titel nicht so hoch bewertet sind.

## Welche?

Bussmann: Wir sind im Februar neu bei der US-Gesellschaft Booking eingestiegen. Ihre Buchungsplattformen bieten wie Belimo attraktives Wachstum, sind aber viel skalierbarer. Dies bei einer Bewertung, die deutlich unter der von Belimo liegt. Das macht diese Aktien derzeit interessanter.

## Was zeichnet Booking aus?

Bussmann: Die Stärke von Booking liegt mitunter in Europa, wo es sehr viele unabhängige Hotels gibt. Sie sind froh, wenn sie die Reichweite und die Marketing-Power von Booking einkaufen können. Die Gesellschaft betreibt verschiedene Plattformen für die unterschiedlichen Regionen und bietet zudem die Vermittlung von Mietautos sowie Flugtickets an. Sie hat ein ganzes Buchungssystem aufgebaut, vielfach über Akquisitionen.

## Was spricht finanziell für das Unternehmen?

Baumann: Booking betreibt ein «Asset light»-Modell. Sie besitzt keine eigenen Hotels oder Ähnliches. Die Rendite auf dem Kapital ist dadurch enorm hoch.

Bussmann: Die Gesellschaft erreichte in den letzten sieben Jahren im Schnitt eine Ebit-Marge von 30% und hat Kapitalrenditen von 50% eingestrichen. Auch der freie Cashflow ist stark. Andere E-Commerce-Unternehmen investieren ihn fortwährend in Wachstum. Bei Booking kommt ein beträchtlicher Teil des Cashflows bei den Aktionären an. In den letzten fünf Jahren hat sie 25% der ausstehenden Aktien zurückgekauft. Wir erwarten, dass diese Entwicklung weitergeht und allein die Verdichtung den Gewinn pro Titel um jährlich 4% steigern wird.

## Nach der Pandemie stieg das Reisebedürfnis stark. Wird es anhalten?

Baumann: Strukturell ist das Reisebedürfnis universell, und die globale Mittelschicht wächst. Immer mehr Leute, gerade aus dem asiatischen Raum, reisen zudem individuell – auch aufgrund der digitalen Möglichkeiten. Gemäss unseren Daten ist Booking bei 70% der Online-Hotelbuchungen in Europa mit von der Partie. Um die

Plattform kommt man nicht herum. Das ist langfristig attraktiv, da ihre riesige Kundenbasis es dank der zunehmenden technologischen Möglichkeiten erlaubt, personalisierte Angebote zu vermitteln – in einer fast grenzenlosen Skalierbarkeit.

## Bei der Jungfraubahn sieht das etwas anders aus. Dennoch gehören die Aktien zu Ihren Kernpositionen. Was zeichnet den Bergbahnbetreiber aus?

Baumann: Die Jungfraubahn betreibt ein sehr kapitalintensives Geschäft – aber sie schützt es mit einem einmaligen Burggraben. Ihr Ausflugsziel ist einzigartig, es lässt sich nicht kopieren oder wegnehmen. Das Unternehmen bewirtschaftet erfolgreich eine der attraktivsten alpinen Destinationen Europas. Das Management bewirbt die Jungfrauregion nicht nur aus der Schweiz heraus, sondern seit Jahren direkt in den Ländern, von wo die Touristen kommen. So hat man sich ein wertvolles Kontaktnetz aufgebaut, was sich in stetigem Umsatz niederschlägt. Die Erholung aus Corona war eindrucklich.

## Wie wird die Entwicklung über diese Erholung hinaus weitergehen?

Bussmann: Der Pauschaltourist, der mit der Gruppe kommt, ist interessant, weil er die Reise im Voraus bucht und die Jungfrauregion besucht, unabhängig davon, ob es gerade Nebel hat oder die Aussicht gut ist. Das gibt Planungssicherheit. Er zahlt aber deutlich weniger als der Individualtourist. Der Trend zum individuellen Reisen hilft der Jungfraubahn, die Marge auszuweiten und bereits mit weniger Besuchern ein besseres Ergebnis als vor der Pandemie zu erzielen. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen.

Baumann: Dazu kommt, dass die Touristenströme aus Asien noch weit vom Stand von vor der Pandemie entfernt sind, namentlich aus China, wo die wirtschaftliche Erholung harzig verläuft.

## Der Konsum- und Reisebereich läuft trotz dem höheren Zinsniveau weiterhin gut. Schwieriger ist es in der Industrie. Dort zählt Georg Fischer zu ihren Kernpositionen. Das Unternehmen hat gerade die finnische Uponor übernommen. Was erwarten Sie hier?

Bussmann: Das Umfeld ist derzeit sicher anspruchsvoll. Wir denken aber, Georg Fischer macht die richtigen Schritte für die Zukunft. Die Übernahme von Uponor ist strategisch sinnvoll, indem sie das Profil des Bereichs Piping ergänzt. Das ist der Kernbereich von Georg Fischer, mit dem wir uns wohlfühlen. Das Unternehmen ist damit gut für den Aufschwung gerüstet.

### Was zeichnet das Piping-Geschäft aus?

Baumann: Die Charakteristik des Röhrengeschäfts geht in Richtung Infrastruktur, ist also weniger den Konjunkturzyklen ausgesetzt als die Werkzeugmaschinen, die Georg Fischer ebenfalls anbietet. Mit dem Wachstum von Piping wird das Profil des Unternehmens insgesamt defensiver.

Bussmann: Uponor hat wenige Überlappungen mit dem angestammten Piping von Georg Fischer. Sie verbreitert den Bereich, beispielsweise um Leitungen für Decken- respektive Bodenheizung und -kühlung. Auch geografisch ergänzt sie das Geschäft gut. Wir sind überzeugt, dass diese Akquisition eine Höherbewertung der Aktien rechtfertigt.

### Zur Person



Bild: zvg

Moritz Baumann, leitet den Bereich Research von Albin Kistler. Bevor der 42-Jährige 2011 zum Zürcher Vermögensverwalter stiess, war er als Finanzanalyst bei der Bank Julius Bär tätig. Er hat an der Universität Bern Ökonomie studiert.

Baumann: Das angestammte Piping von Georg Fischer hat teilweise zyklischere Abnehmer wie die Halbleiterindustrie. Ihre Fabriken brauchen diverse Flüssigkeiten für die Produktion. Diese müssen aufbereitet und transportiert werden. Georg Fischer ist einer von wenigen Lieferanten dieser Systeme.

**Der Kauf von Uponor hätte teilweise mit einer Kapitalerhöhung refinanziert werden sollen. Da der Kurs jedoch stark nachgab, hat Georg Fischer bislang darauf verzichtet. Kein Problem für Sie?**

Baumann: Wir schauen stark auf die Bilanzqualität. Das Management hat versprochen, die Verschuldung auf einen Faktor von 1,5 zum Ebitda zurückzuführen. Wir erwarten, dass das geschieht und der Makel damit behoben wird.

**Das bedeutet: Wenn der Kurs sich erholt, droht eine Verwässerung. Keine attraktive Perspektive.**

Baumann: Die Kapitalerhöhung ist nicht vom Tisch. Doch wenn der Kurs anzieht, hat das gute Gründe. In diesem Fall können wir auch mit einer Verwässerung leben – oder Aktien zeichnen, falls sie öffentlich angeboten werden. Das Geschäftsmodell von Georg Fischer überzeugt uns, da sind wir gerne mit dabei.

### Zur Person



Bild: zvg

David Bussmann, Leiter Asset Management und Analyst Gesundheit, ist seit 2012 bei Albin Kistler. Zuvor arbeitete der 40-Jährige als Investment Manager bei der in Zürich domizilierten BK Investment & Wealth Advisors. Nach dem Bachelor of Science in Economics der Universität Bern erlangte er 2007 den Master of Science in Finance & Economics der London School of Economics.