Adrian Lechthaler, Lehner & Partner: «Der Small Cap Abschlag bietet Einstiegsgelegenheiten»

Tobias Wolff - 7. Dezember 2023

Der Zuger Vermögensverwalter Peter J. Lehner & Partner AG setzt den Fokus seiner Investments auf Schweizer Aktien im Bereich der klein und mittelgross kapitalisierten Unternehmen. Dabei führen die Senior Portfolio Manager Adrian Lechthaler und Manuel Bottinelli die Anlagephilosophie von Peter J. Lehner, dem Ende 2021 verstorbenen Gründer und Namensgeber der Anlageboutique, weiter.

Im Interview mit schweizeraktien.net äussert sich Portfolio Manager Adrian Lechthaler zum Neuausbau der Position Belimo, warum Bachem und Dottikon zu den besten Auftragsfertigern der Welt gehören und welche Gründe es für ein Investment in das Medienunternehmen TX Group gibt.

Adrian Lechthaler, Senior Portfolio Manager, verfügt über eine jahrelange Erfahrung im Finanzwesen und ist spezialisiert auf Schweizer Small & Mid Caps. Bild: schweizeraktien.net

Herr Lechthaler, als wir das letzte Mal miteinander genau vor einem Jahr sprachen, blickten Sie mit einem vorsichtigen Optimismus auf das Börsenjahr 2023. Tatsächlich entwickelte sich der SMI mehr oder weniger seitwärts, bis der Überfall der Hamas auf Israel und der Krieg in Gaza die Kurse nochmals deutlich nach unten schickten. Auch nach dem Überfall Russlands auf die Ukraine erlebten wir fallende Kurse. Sind die Börsen politischer geworden? Es gibt ja das geflügelte Wort, man solle kaufen, wenn die Kanonen donnern.

Die Anzahl an geopolitischen Konflikten hat in den letzten Jahren in der Tat stark zugenommen. Die bipolare Weltordnung und geopolitische Separation zwischen den USA und China könnte zu vermehrten Spannungen führen. Viele Unternehmen versuchen deshalb, ihre geopolitischen Risiken zu reduzieren und repatriieren, was in der Tendenz zu vermehrtem Nearshoring führt. Politische Börsen haben bekanntlich kurze Beine. Gemäss mehreren Auswertungen haben geopolitische Ereignisse und Krisen nur einen temporär negativen Effekt auf die Kursentwicklungen. Oft notieren Aktienmärkte kurze Zeit später wieder höher. Ein möglicher Grund dafür ist, dass geopolitische Ereignisse das globale Wachstum nicht nachhaltig beeinträchtigen. Wir denken daher eher, dass die Finanzmärkte momentan von der restriktiven Geldpolitik, den Inflationsraten und den Zinsen bestimmt werden. Small Caps hinken auf globaler Ebene den Large Caps hinterher. Diese Anomalie ist auch in der Vergangenheit während Marktphasen mit erhöhten Unsicherheiten beobachtbar. Aus antizyklischer Sicht eröffnet der Small Cap Abschlag durchaus interessante Einstiegsgelegenheiten.

Sie streichen immer wieder die Wichtigkeit der Langfristigkeit Ihrer Anlagen heraus. Wie gehen Sie in diesen Zeiten mit Ihren Kundenportfolios um?

Die Finanzmärkte reflektieren kurzfristig eher das Sentiment. Die zugrundeliegenden Fundamentaldaten eines Unternehmens geraten bei dem Lärm und Rauch an Informationen in den Hintergrund. Nebst Gesprächen mit den Unternehmen selbst helfen uns die historischen Daten, rational zu bleiben und so die Orientierung zu behalten. Die von Peter J. Lehner sel. konsequent umgesetzte Anlagestrategie mit Fokus auf globale Marktführer in spezialisierten Nischen hat in den letzten drei Jahrzehnten über den Zyklus hinweg hervorragend funktioniert und dabei attraktive Anlagerenditen generiert. Die Kapitalmärkte lassen sich nicht voraussagen. Daher müssen wir nicht jedes Jahr nach der ertragreichsten Gewinneraktie im Schweizer Anlageuniversum suchen, sondern die potenziellen Verlierer vermeiden. Der Markt wird mittel- bis langfristig die Spreu vom Weizen von allein trennen.

Auch mit einem langfristigen Anlagehorizont haben Sie sicher das eine oder andere in Ihren Kundenportfolios umgeschichtet. Welches waren Ihre grössten Zukäufe, wo und warum haben Sie Positionen abgebaut?

Wir haben in den vergangenen 18 Monaten die Positionen in Bossard, Dätwyler und Schindler aufgestockt. Bei Belimo sind wir wieder neu eingestiegen. Die Aktien notieren noch heute rund 30% unter dem Höchststand aus dem Jahr 2021. Neben der Bewertungskorrektur als Folge der höheren Zinsen hat die Schwäche im Deutschen Wohnungsbau der Aktie zugesetzt. Der schwache Wohnungsbau tangiert die Hinwiler kaum, da ihre Klappenantriebe und Regelventile in kommerziellen Gebäuden vertreten sind. Seit 1993 hat Belimo den Umsatz jährlich um 8,4% gesteigert. Diese Zahl ist umso beeindruckender, da sie in CHF resultiert und sich der Schweizer Franken in den letzten 30 Jahren gegenüber den meisten Währungen massiv aufgewertet hat. Das hohe Wachstum wird auch in den kommenden Jahren anhalten. Belimo rechnet bis 2030 mit einem jährlichen Umsatzwachstum von 8-10% in Lokalwährung. Belimo ist für uns eine der widerstandsfähigsten Unternehmen im Schweizer Aktienmarkt. Sie hat in früheren Rezessionen und Krisen mehrmals unter

Beweis gestellt, dass ihr Geschäftsmodell funktioniert. Während der Finanzkrise gingen sowohl Umsatz als auch EBIT lediglich um etwa 4,5% in CHF zurück. Auch die Covid-19-Pandemie wurde beinahe unberührt gemeistert. Die Bewertung ist gewohnt hoch und reflektiert die langfristig herausragende, fundamentale Entwicklung des Unternehmens.

Ausser der Andienung sämtlicher Von-Roll-Aktien infolge des Übernahmeangebots haben wir keine grösseren Positionen abgebaut. Bei Ypsomed wurden nach der sehr starken Performance Gewinnmitnahmen in homöopathischen Dosen vorgenommen.

Zu den grössten Positionen Ihrer Portfolios gehören Bachem und Dottikon. Beide haben im letzten Jahr deutlich Federn lassen müssen, was den Aktienkurs anbelangt. Warum halten Sie an Bachem und Dottikon fest? Was machen die beiden Unternehmen richtig?

Wir denken, dass bei Bachem die steigenden Zinsen eine Bewertungskorrektur ausgelöst haben. Zudem bezweifeln Marktteilnehmer die rechtzeitige Ausführung der grossen Aufträge und die ambitiösen Margenziele. Bis die neuen Produktionshallen gebaut sind, dürften Kapazitätsengpässe das Wachstum bei Dottikon vorübergehend limitieren.

Die Eintrittsbarrieren und Alleinstellungsmerkmale sind bei Bachem und Dottikon überdurchschnittlich hoch. Beide Unternehmen verfügen über strukturelle Wachstumstreiber von innovativen und hochkomplexen Medikamenten. Eine weitere Gemeinsamkeit ist die starke, von Unternehmern geprägte Unternehmenskultur.

Dottikon setzt als fokussierter CDMO Pure Play auf die vier Haupttechnologien Sicherheitskritische Reaktionen, Tieftemperatur- und Hochdruck-Chemie sowie kontinuierliche Prozessführung. Die anhaltende Gewährleistung einer zuverlässigen Arbeit und Qualität unter Zeitdruck sowie die rasche Skalierung und das hohe Produktions-Know-how gehören zu den Kernkompetenzen Dottikons. Zusätzlich generiert die Ein-Standort-Strategie einen noch höheren Mehrwert für die Kunden.

Die Stärken von Bachem liegen unter anderem in der Fähigkeit zur kommerziellen Herstellung von Peptiden. Aufgebaut aus Aminosäuren, regeln Peptide wichtige Körperfunktionen. Peptide sind die am komplexesten herstellbaren Medikamente. Für die Herstellung solcher Wirkstoffe braucht es mehr als hundert Syntheseschritte. Nur wenige Unternehmen beherrschen diese Prozesse.

Bachem und Dottikon haben in den letzten zehn Jahren ihren Umsatz jährlich um 12% bzw. 13% gesteigert. Trotz des kapitalintensiven Geschäfts generierten beide in der letzten Dekade eine durchschnittliche EBITDA-Marge von gegen 30%. Im gesamten Schweizer Aktienuniversum gibt es nur eine Handvoll Unternehmen mit einem solchen Erfolgsausweis. Beide Gesellschaften haben sich auf Nischen spezialisiert, und sie sind die besten Pharmaauftragsfertiger der Welt in ihren Endmärkten. Die Wechselkosten für ihre Kunden sind enorm.

Negative Schlagzeilen produziert zurzeit EMS-Chemie. Ist das nur ein Sturm im Wasserglas oder schauen Sie bei diesem Unternehmen jetzt genauer hin, was intern vor sich geht?

Das Unternehmen wird von einer Eigentümerin geführt. Frau Martullo-Blocher hat beinahe ihr gesamtes Vermögen in der EMS-Chemie. Ihr Führungsstil mag vielleicht nicht überall willkommen sein, sie stellt ihre Kunden jedoch immer in den Vordergrund. Die Gruppe wird äusserst weitsichtig geführt.

Gegenwärtig spürt EMS-Chemie die Konsumschwäche auf breiter Front. Aufgrund des energie- und rohstoffintensiven Geschäfts haben die stark gestiegenen Rohmaterialien einen negativen Einfluss auf die Profitabilität. Dennoch fiel das Halbjahresergebnis im Vergleich zu den Mitbewerbern deutlich besser aus. Dank der Innovationskraft gewinnt EMS-Chemie laufend Neugeschäfte und baut ihre Marktposition weiter aus. Chemikalien werden fast überall eingesetzt, und wenn die Konjunktur wieder anziehen sollte, steigt der Bedarf rasch. Auch in konjunkturell herausfordernden Zeiten erzielt EMS-Chemie hohe freie Cashflows, und die Bilanz bleibt seit jeher schuldenfrei.

Weiterhin halten Sie auch der Aktie der TX Group die Treue. Wo sehen Sie hier die positiven Signale, nachdem der publizistische Bereich weiterhin das Sorgenkind des Medienunternehmens ist und weiter redimensionieren muss, Stichwort Entlassungen?

Die Medienbranche befindet sich in einem tiefgreifenden strukturellen Wandel. Das traditionelle Geschäft wird sich teilweise neu erfinden müssen. Dies ist der TX Group in der Vergangenheit mehrmals gelungen. Die neuen Mittelfristziele für die angestammten Einheiten zeigen auf, dass man auch in einem wenig wachsenden oder schrumpfenden Markt profitabel wirtschaften kann. Das Verbesserungspotenzial ist ersichtlich, aber noch nicht ganz ausgeschöpft. Wir sind zuversichtlich, dass in absehbarer Zukunft wieder alle Aktivitäten der TX Group zu einem verbesserten Gesamtergebnis beitragen werden. Die Ertragsperle JobCloud liefert trotz des eher zyklischen Geschäftsmodells stabile und hohe Cashflows. Bei der Swiss Marketplace Group (SMG) strebt der neue CEO Christoph Tonini die europäische Champions League an. Das Halbjahresergebnis der SMG hat den Weg zur Erreichung dieser ambitiösen Ziele angedeutet.

Eher skeptisch sind wir hingegen beim angestrebten Aufbau eines Fintech Portfolios. Wir sehen hier keine Berührungspunkte und Synergien zum existierenden Geschäft. Die nächsten Finanzierungsrunden könnten zu Enttäuschungen führen. Die Bewertungen dürften tiefer ausfallen, was das Risiko eines Impairments innerhalb des Fintech-Portfolios birgt.

Wenn wir schon im weitesten beim Thema «Papier» sind: Sie haben bereits vor einem Jahr die Alleinstellungsmerkmale der CPH Gruppe hervorgehoben, die in den Bereichen Papier, Chemie und Verpackung tätig ist. Welchen dieser drei Bereiche erachten Sie als besonders zukunftsorientiert?

Die CPH-Gruppe erzielt in allen drei Bereichen Profitabilitäts-Margenwerte, die zu den besten in ihren Märkten zählen.

In Westeuropa sinkt die Papiernachfrage strukturell um etwa 8% pro Jahr. Mit der «Last Man Standing» Strategie wird man eines Tages die Monopol-Rente verdienen können. Bis es soweit ist, agiert Perlen Papier auch in einem schrumpfenden Markt als Cashcow für den Aufbau der Divisionen Chemie und Verpackungen.

Im Bereich der Chemie hat Zeochem dank der strategischen Neuausrichtung die Basis für eine positive Zukunft gelegt. Die EBITDA-Margen konnten seit dem Jahr 2015 von 5% auf 17% ausgeweitet werden. Das Volumen wurde seither um 8% pro Jahr gesteigert. Der Nischenmarkt wird trotz breiter Anwendung überschaubar bleiben.

Der zukunftsträchtigste Bereich ist unserer Meinung nach das Verpackungsgeschäft. Perlen Packaging profitiert vom Megatrend Gesundheit und dem steigenden Bedarf nach Verpackungsfolien. Der adressierte Markt ist gross genug, gesund, relativ konjunkturunabhängig und strukturell wachsend. Der konsequente Fokus auf den Pharma-Markt und auf Folien mit höchsten Barriere-Eigenschaften erlaubt die angestrebte Internationalisierung. Zudem sind innerhalb der Wertschöpfungskette mehrere strategische Stossrichtungen möglich.

Welche Titel aus Ihren Portfolios möchten Sie mit Blick auf die Performance im letzten Jahr hervorheben?

Auf der negativen Seite ist die schwache Kursperformance der TX Group (YTD ca. -30%) aus fundamentaler Sicht schwer nachvollziehbar. Bei Ypsomed haben wir in den vergangenen drei Jahren vermehrt zugegriffen. Einerseits gefällt uns das wiederkehrende Geschäft von Delivery Systems mit den Injektionsstiften und Autoinjektoren sehr, und andererseits ist die selbstentwickelte Insulinpumpe YpsoPump auf dem Weg zur Break-Even-Schwelle. Die diesjährige Performance (YTD +80%) hat uns mehr als positiv überrascht. Der zufällig entstandene Hype um GLP-1-Medikamente hat neue Investoren in Ypsomed angelockt.

Die Zinsen im Rückgang begriffen, die Inflation, so scheint es, haben die Notenbanken im Griff. Bleiben die politischen Unsicherheiten mit den Kriegen in der Ukraine und im Nahen Osten und die Unsicherheit mit dem Wahlausgang 2024 in den USA. Von welcher Entwicklung der Märkte gehen Sie in 2024 aus? Werden wir weiterhin «politische» Börsen sehen?

Die Finanzmärkte verdauen die Auswirkungen der Pandemie. Durch den Anstieg der Inflation mussten die Zentralbanken zur Preisstabilität mit raschen Zinserhöhungen dagegen steuern. Das erhöhte Zinsniveau und die verschärften Finanzierungsbedingungen führen in der Konsequenz zu einer konjunkturellen Verlangsamung. In der Industrie spüren Unternehmen das Wegbleiben neuer Aufträge und die tiefere Konsumlust. Das Wachstum dürfte vorerst schwach ausfallen, die Unternehmensgewinne stagnieren oder sinken. Eine abkühlende Weltwirtschaft wird den disinflationären Trend fortsetzen. Der weit verbreitete Lagerabbau wird dereinst zur Neige gehen. Strukturelle Inflationstreiber wie Demografie, Dekarbonisierung und Deglobalisierung sorgen noch einige Zeit für Inflationsraten auf einem erhöhten Niveau.

Ob die konjunkturelle Talsohle erreicht wurde, ist schwer zu beurteilen und prognostizieren. Erste Unternehmen berichten zwar bereits von einer vorsichtigen Bodenbildung. Geopolitische Ereignisse werden auch im neuen Jahr die Aktienmärkte beeinflussen. Unsere Investitionsentscheide sind hingegen nicht auf makroökonomische Prognosen oder politische Ereignisse abgestützt. Durch die Kursrückgänge einzelner Small- und Midcaps sind die Bewertungen im Vergleich zu den grosskapitalisierten Werten mittlerweile attraktiver geworden. Mit Blick auf die nächsten drei bis fünf Jahre sind wir zuversichtlich, bald wieder von einer besseren Aktienkursentwicklung profitieren zu können.

Herr Lechthaler, herzlichen Dank für dieses Gespräch.

Die Handelsplattform der BEKB
für nichtkotierte Schweizer Aktien
OTC X
BEKB | BCBE