

Adrian Lechthaler, Manuel Bottinelli, Lehner & Partner: «Eine nachhaltige Bodenbildung könnte begonnen haben»

Von [Tobias Wolff](#) - 15. Dezember 2022

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 letztes Jahr verstorbenen Gründer und Namensgeber der Anlageboutique, weiter.

Im Interview mit [schweizeraktien.net](#) äussern sich die beiden Portfolio Manager zur Situation bei Ypsomed, nachdem Eli Lilly sich aus der Partnerschaft zur Vermarktung der Insulinpumpe «Ypsopump» in den USA zurückgezogen hat, warum sie in Dätwyler investieren und welche Rolle das Vermächtnis von Peter J. Lehner spielt.



Die Senior Portfoliomanager Manuel Bottinelli und Adrian Lechthaler verfügen über eine jahrelange Erfahrung im Finanzwesen und sind spezialisiert auf Schweizer Small & Mid Caps. Bild: schweizeraktien.net

Herr Lechthaler, Herr Bottinelli, die Unsicherheiten an den Märkten überwiegen. Vor diesem Hintergrund erstaunt es, dass Sie eher optimistisch sind, was die weitere Marktentwicklung angeht. Von welchem Szenario gehen Sie im Jahr 2023 aus?

Manuel Bottinelli: Die Ursachen und Auswirkungen der diesjährigen Korrektur sind erklärbar. Die Risiken wie Krieg, Chinas Null-Covid-Strategie, Inflation, restriktivere Geldpolitik, eine normalisierte Zinslandschaft und ein angespanntes geopolitisches Umfeld sind dem Markt bekannt und eingepreist. Die Marktteilnehmer sind entsprechend vorsichtig und defensiv positioniert. Sollten sich diese Faktoren verändern, wird die Börse entsprechend reagieren. Unserer Ansicht nach stehen nach einem historisch ereignisreichen Jahr die Chancen für eine positive Renditeentwicklung gut. Insbesondere mit Blick auf einen empfehlenswerten Anlagehorizont von drei bis fünf Jahren.

Adrian Lechthaler: Aktienkurse sind schwankungsintensiver als die zugrundeliegenden Unternehmensentwicklungen. Über den ganzen Konjunkturzyklus hinweg steigen die Gewinne von hochklassigen Unternehmen, was die Börse über die Zeit honoriert. Obwohl die zeitlich verzögerten Gewinnrevisionen nun eingesetzt haben und noch nicht abgeschlossen sind, könnte eine nachhaltige Bodenbildung an den Märkten bereits begonnen haben. Auf Einzeltitelebene haben diverse Unternehmen zu fest korrigiert. Historisch betrachtet erreichen die Aktienkurse zudem ihre Tiefstkurse bereits vor dem offiziellen Verkünden einer Rezession.



Was ist Ihr Plan B, sollte es doch zu Verwerfungen an den Märkten kommen? Welche Alternativen zu Aktien-Engagements prüfen Sie?

AL: Unser Fokus bleibt zu 100% auf Aktien von kleinen und mittelgrossen Schweizer Unternehmen ausgerichtet. Flexibilität erhalten wir durch die aktive Steuerung der Kundenportfolios, inklusive der Liquidität. Seit anfangs Jahr verfügen wir über eine leicht erhöhte Liquiditätsposition, die ein selektives und antizyklisches Vorgehen ermöglicht.

MB: Mit einem erstklassigen Aktienportfolio können langfristig sehr attraktive und überdurchschnittliche Renditen erzielt werden. Dies wird höchstwahrscheinlich auch in der kommenden Dekade der Fall sein, auch wenn es zwischenzeitlich zu Korrekturen kommt.

Bitte skizzieren Sie kurz, inwiefern die Anlagephilosophie von Peter J. Lehner Ihr Handeln beeinflusst.

AL: Wie Peter wollen wir die Geschäftsmodelle der Unternehmen verstehen und wie Eigentümer investieren. Die Gewissheit, in etablierte Marktführer investiert zu sein, gibt uns während Marktverwerfungen die nötige Ruhe und Zuversicht. Entscheidend ist nicht allein das nächste Quartalsergebnis, sondern die Perspektiven und Erfolgchancen des Unternehmens insgesamt. Zudem ist die Freiheit, unabhängig zu investieren, die Basis für den langfristigen Erfolg.

MB: Mir persönlich gefällt Peters Betrachtungsweise eines Unternehmens wie bei einer Kugel. Wird diese gedreht, verändert sich der Blickwinkel und die Sichtweise. In jeder Firmenanalyse gilt es Schatten- und Sonnenseiten zu überprüfen. Elementar ist der daraus resultierende Gesamteindruck.

Kommen wir also zu einzelnen Anlagen. Eine Ihrer Kernpositionen ist das in den Bereichen Chemie, Papier und Verpackung tätige Unternehmen CPH. Das Unternehmen hat bisher ein hervorragendes Geschäftsjahr 2022 hingelegt. Und das, obwohl es in der Papierproduktion einem Verdrängungswettbewerb ausgesetzt wird, der im Geschäftsjahr 2021 eine Wertminderung von 150 Mio. CHF auf das Anlagevermögen zur Folge hatte. Was macht das Unternehmen richtig?

AL: Wir erachten die konsequent umgesetzte «Last Man Standing» Strategie der Division Papier und den Aufbau der Divisionen Chemie und Verpackung als richtig. Das Unternehmen profitiert im Jahr 2022 von den stark erhöhten Papierpreisen. In der Chemie und in der Verpackung sind die strategischen und operativen Fortschritte ansehnlich.

MB: Da im Papiermarkt mittlerweile diverse Wettbewerber ausgestiegen sind, dürfte die Kapazität im Markt tiefer bleiben und den Papierpreis weiterhin stützen. Gelingt es der CPH, das voraussichtlich hervorragende Geschäftsjahr 2022 in einem ähnlichen Ausmass zu bestätigen, müsste die Bewertung zulegen können. Uns gefällt zudem der konstant hohe Cashflow, der eine nachhaltig höhere Ausschüttungspolitik für die Aktionäre erlauben würde.

Eine weitere Kernposition ist das Broker-Unternehmen CFT aus Lausanne. Obwohl sie Banktitel wegen der hohen Risiken meiden. Nun ist CFT keine Bank, aber doch eng mit der Finanzindustrie verflochten. Was lässt Sie hier von Ihren Grundsätzen abweichen?

MB: Die Compagnie Financière Tradition ist ein reiner Finanzintermediär. Sie verfügt über kein eigenes Handelsbuch, was die Bilanzrisiken und die Komplexität reduzieren. Das Unternehmen besticht generell mit seiner hohen Bilanzqualität, insbesondere im Vergleich zu den beiden Hauptkonkurrenten BGC Partners und TP ICAP Group. Derzeit profitiert CFT von einem konsolidierten Markt und den steigenden Zinsen. Ergänzende Fantasie bietet das hochprofitable und wachsende Datengeschäft.



AL: Im Vergleich zu den meisten Banken wird das Unternehmen nicht von einem Manager, sondern von einem Eigentümer geführt. Patrick Combes führt die Gesellschaft seit 25 Jahren weitsichtig und mit viel «Skin in the Game». Dabei lässt er alle Aktionäre am Erfolg teilhaben. Seit 1997 hat die CFT insgesamt CHF 122 pro Aktie an Dividenden ausbezahlt, mehr als der heutige Aktienkurs. Die Gesamrendite der Aktie liegt seit 1997 bei beeindruckenden 17% pro Jahr. Mit dem ersten Halbjahresergebnis 2022 hat CFT bereits einen Gewinn pro Aktie von CHF 6.78 erwirtschaftet. Die kommende Dividendenausüttung dürfte entsprechend wiederum sehr attraktiv ausfallen.

Warum fassen Sie Versicherer nicht an? Würden Ihnen ein paar Substanzwerte nicht etwas ruhigere Nächte in diesen unruhigen Zeiten bescheren? Es fällt schon auf, dass Sie trotz der starken Korrekturen weiterhin an Wachstumswerten festhalten.

MB: Versicherungen mögen optisch günstig bewertet sein und sich dadurch als Value Aktien qualifizieren. Dies bedeutet jedoch nicht, dass es sich bei Versicherungen automatisch um Substanzwerte handelt. Es bestehen durch Obligationen im Anlageportfolio beispielsweise beträchtliche Risiken, die zu hohen Buchwertverlusten führen können. Zudem verfügen Versicherer unserer Meinung nach in ihrem Kerngeschäft über ein beschränktes Wachstumspotenzial.

AL: Für unsere Kunden investieren wir in einem ausgeglichenen Anlagestil. Dazu gehören zyklische und defensivere Unternehmen. Essenziell sind eine klare Strategie, etablierte Geschäftsmodelle, gesunde Bilanzen, eine starke Marktpositionierung und ein vertrauenswürdiges Management. Wir halten wenig von einer isolierten, faktorbasierten Kategorisierung einer Aktie. Nehmen Sie als Beispiel Logitech, die als Quality, Growth und Value Aktie betrachtet werden kann.

Dottikon Holding ist zusammen mit Bachem eine ihrer grösseren Position in Ihrem Portfolio. Besteht in Ihrem Portfolio mit der starken Gewichtung auf diese zwei Pharmazulieferer nicht ein Klumpenrisiko?

AL: Aktuell handelt es sich in beiden Gesellschaften um Kernpositionen, da die Aussichten für profitables Wachstum sehr attraktiv sind. Bei beiden Unternehmen sind die Eintrittsbarrieren überdurchschnittlich hoch. Selbstverständlich überprüfen wir die Perspektiven laufend, und unsere Meinung kann sich im Laufe der Zeit auch ändern.

MB: Es handelt sich bei beiden um Auftragsfertiger in zwei unterschiedlichen Marktnischen des attraktiven Pharma- und Biotechmarktes. Dottikons Alleinstellungsmerkmale liegen im hochkomplexen und immer länger werdenden Prozess von Kundensynthesen im Bereich von Wirkstoffen der Niedermolekularen Medikamente (Small Molecules). Bachem hingegen ist spezialisiert im Bereich Peptide und erweiterte sein Geschäftsfeld zuletzt auf die verwandten Oligonukleotide. Immer öfters werden diese Wirkstoffe in der Onkologie und bei Diabetes eingesetzt.

Welchen weiteren Titel aus Ihrem Portfolio möchten Sie besonders herausstreichen?

MB: Werttreibend ist ein harmonisch zusammengestelltes Portfolio und die konsequente, aktive Umsetzung der Anlagestrategie – nicht ein einzelner Titel. Wir sehen die Chancen zur Wertgenerierung für sämtliche Positionen in den Kundenportfolios.

Von welchen Titeln lassen Sie derzeit die Finger?

AL: Neben Banken und Versicherungen verzichten wir bewusst auf Versorger-, Immobilien- und Biotech-Aktien. Beispielsweise sind dies BKW, SPS, Idorsia oder Evolva. Ebenso verzichten wir auf Unternehmen mit fragwürdiger Strategie, schwacher Bilanz und (zu) aggressiver Vergütungspolitik. Dazu zählen wir derzeit Kudelski, Dufry und Temenos.



Mit welchem Motto gehen Sie ins neue Jahr?

Aus dem Halbjahresbericht von Dottikon:»Es sind nicht die Stärksten und Intelligentesten, die überleben. Es sind die, die am besten mit Veränderung umgehen können.« (Charles Robert Darwin, 1809-1882)

