the market NZZ

INTERVIEW

«Unser Job besteht darin, auch kleine Perlen aufzuspüren»

Adrian Lechthaler und Manuel Bottinelli, Portfoliomanager bei Peter J. Lehner & Partner, sehen die Chance, dass eine kräftige Markterholung einsetzt. Im Interview sagen sie, an welchen Kernpositionen sie festhalten und was sie jüngst neu aufgebaut haben.

Ruedi Keller

27.10.2022, 03.15 Uhr

«Zinsen sind nicht zwingend das Hauptargument für die Entwicklung der Aktienkurse», sagen Adrian Lechthaler und Manuel Bottinelli. Wenn zu den aktuellen Unsicherheiten nichts Grösseres dazukomme, könne sehr rasch eine kräftige Erholung einsetzen, glauben die beiden Portfoliomanager von Peter J. Lehner & Partner.

Der Fokus von Lechthaler und Bottinelli liegt auf Schweizer Aktien im Bereich der klein und mittelgross kapitalisierten Unternehmen. Dabei führen sie die Anlagephilosophie von Peter J. Lehner, dem letztes Jahr verstorbenen Gründer und Namensgeber der Anlageboutique, weiter und halten an seinen Devisen fest.

Bewusst verzichten sie auf Investitionen in Biotech-Valoren, aufgrund des erratischen Verhaltens, in Banktitel, wegen der hohen Risiken, und meiden Versicherer aufgrund der im Kerngeschäft beschränkten Wachstumsmöglichkeiten. Zudem schliessen sie Versorger aus, weil deren Entwicklung stark von politischen Entscheiden abhängt, sowie Immobilienaktien, da viele Privatinvestoren bereits Liegenschaften besitzen.

«Wir nehmen uns grosse Freiheiten raus, bringen Geduld mit und analysieren Unternehmen von Grund auf», sagen die beiden Fondsmanager.

Im Interview erklären Lechthaler und Bottinelli, warum sie weiterhin auf Bachem, TX Group sowie die bald ausserbörslich gehandelte Bobst setzen, neu Bossard, Interroll, SFS und VAT gekauft haben und auch Exoten wie CFT und Von Roll in ihr Portfolio aufnehmen.



«Wenn nichts Grösseres dazukommt, könnte sehr rasch eine kräftige Erholung einsetzen»: Adrian Lechthaler (l.) und Manuel Bottinelli, Portfoliomanager bei Peter J. Lehner & Partner.

Bild:zvg

Herr Lechthaler, Herr Bottinelli, wie schätzen Sie das derzeitige Marktumfeld ein?

Lechthaler: Wir befinden uns in einem Bärenmarkt. Die Bewertungskorrektur hat stattgefunden. Auf Gegenbewegungen folgt oft ein Rückfall auf vorangegangene Tiefststände. Wir steuern auf eine Rezession zu, wobei die Frage bleibt: Wie heftig wird sie ausfallen? Energieknappheit, geopolitische Spannungen in Europa und in Asien wegen Taiwan sowie der chinesischen Coronapolitik. Früher wäre das Vorgehen Pekings wohl als Handelskrieg bezeichnet worden. Denn China erhält dadurch die Lieferengpässe aufrecht und spielt seine Stellung als Werkbank der Welt aus.

Bottinelli: Dazu kommen Inflationsraten, die viermal so hoch sind wie angestrebt und entsprechende Zinsschritte der Zentralbanken erfordern. Das ist heute im Markt allerdings eingepreist.

Was bedeutet das für die weitere Kursentwicklung?

Bottinelli: Man liest immer wieder, der Crash stehe unmittelbar bevor. Doch wir denken, wir sind bereits mittendrin. Sicher könnten weitere Ereignisse noch grösseren Schaden anrichten, beispielsweise wenn die Situation in Grossbritannien komplett aus dem Ruder läuft. Doch wenn nichts Grösseres dazukommt und uns der Strom nicht ausgeht, könnte sehr rasch eine kräftige Erholung einsetzen.

Lechthaler: Auch bezüglich Inflation könnte der Basiseffekt im Frühjahr für eine neue Ausgangslage sorgen.

Exakt zum Jahreswechsel hatte der Swiss Performance Index das Höchst erreicht. Danach dominierte der Gedanke an Zinserhöhungen im Aktienmarkt, und die Kurse begannen zu purzeln. Besonders traf das hoch bewertete Wachstumsunternehmen, beispielsweise Bachem, die eine Kernposition in Ihrem Portfolio einnimmt. Wie gehen Sie damit um?

Lechthaler: Bachem war eine Gewinnerin der letzten zehn Jahre, und wir glauben, das wird sie auch in den nächsten zehn Jahren sein. Der Pharmazulieferer hat einen Marktanteil von 40 bis 50% bei Peptiden. Der Peptidmarkt wächst rund 10% jährlich, Bachem schafft im Schnitt gar ein Wachstum von 15%. Dies bei einer Ebitda-Marge, die konstant um und über 30% liegt. Bachem ist praktisch konkurrenzlos. In einem solchen Unternehmen will man einfach investiert sein.



Adrian Lechthaler, Portfoliomanager bei Peter J. Lehner & Partner

Bild:zvg

Die Bewertung ist dieses Jahr jedoch enorm unter Druck gekommen.

Lechthaler: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von 40 für 2023 wirkt auf den ersten Blick weiterhin hoch. Doch bis 2026 halbiert es sich auf 20. Das Unternehmen wächst in die Bewertung rein. Die Gesamtrendite von Bachem über die letzten zehn Jahre betrug im Schnitt 29%. Wir glauben nicht, dass das im selben

Ausmass anhalten wird, doch vom weiterhin überdurchschnittlichen Potenzial der Aktie sind wir überzeugt.

Ist das Ausdruck ihres langfristigen Investitionsansatzes?

Bottinelli: Solange wir von einem Unternehmen überzeugt sind, halten wir daran fest. Wir können den Markt nicht timen und blenden hohe Kursschwankungen aus. Innerhalb eines Jahres hat Bachem vom Höchst 67% eingebüsst – bis am Investorentag im September positive Nachrichten den Investment Case bestätigt haben. Seither hat die Aktie 50% zugelegt. Das will man nicht verpassen.



Manuel Bottinelli, Portfoliomanager bei Peter J. Lehner & Partner

Bild:zvg

Die steigenden Zinsen sprechen eigentlich gegen hoch bewertete Wachstumstitel. Beurteilen Sie das anders?

Bottinelli: Wir haben Übertreibungen gesehen wie bei Bachem mit einem KGV von 100. Doch was nun kommt, muss nicht negativ sein. Wir haben mehrere Phasen mit Zinserhöhungen analysiert: In der Mehrheit der Fälle standen die Aktienkurse am Ende des Zinszyklus höher als zu Beginn. Zinsen sind nicht zwingend das Hauptargument für die Entwicklung der Aktienkurse, wie das derzeit oft als Begründung verwendet wird. Es spielen enorm viele Faktoren mit. Die eingangs erwähnten Unsicherheiten dürften mindestens so gewichtig sein wie der Beginn des neuen Zinszyklus.

Wo sehen Sie aus dieser Optik derzeit Gelegenheiten – gerade in Wachstumsunternehmen, die andere aus Zinsangst meiden?

Bottinelli: Beispielsweise in VAT. Wir sind vor wenigen Monaten neu in die Valoren eingestiegen. Der Halbleiterzyklus hat zwar einen Höhepunkt erreicht und könnte kurzfristig etwas nachlassen. Doch langfristig bleiben Chips unersetzlich. Und dabei gilt: VAT hat mit ihren Vakuumventilen, die beim Bau neuer Chipfabriken benötigt werden, einen sehr hohen Marktanteil von fast 60%. Sie ist technologisch führend, und es gibt kein Anzeichen, dass die Ventile durch ein anderes Verfahren verdrängt werden könnten. Im Gegenteil: VAT investiert jährlich etwa 5% des Umsatzes in Forschung und Entwicklung, so viel, wie der nächstkleinere Konkurrent in etwa Umsatz erzielt.

Lechthaler: VAT ist kein Hersteller komplexer Systeme, sondern liefert systemkritische Bauteile für die Halbleiterindustrie. Sie machen einen Bruchteil der Kosten einer Chipfabrik aus, sind aber unersetzbar. So ist das Unternehmen praktisch überall dabei, wenn eine neue Chipfabrik erstellt wird. Unternehmen mit solchen Alleinstellungsmerkmalen suchen wir.

Sehen Sie weitere Kaufgelegenheiten?

Bottinelli: Wir haben Interroll wieder gekauft, nachdem wir die Aktie angesichts der Bewertung, die sie in den Vorjahren erklommen hatte, mehrheitlich abgebaut hatten. Das modulare Angebot des Lagerlogistikers gefällt uns enorm, ebenso die hohe Profitabilität sowie die attraktive Rendite

auf das eingesetzte Kapital um die 20%. Derzeit stellt sich die Frage, wie der neue CEO Ingo Steinkrüger die in der Vergangenheit makellose Managementleistung des Unternehmens fortsetzen wird. Klar ist, dass der strukturelle Rückenwind weiterwirken wird: Viele Unternehmen müssen aus Kostengründen weiter automatisieren und die Effizienz ihrer Lagerbewirtschaftung erhöhen.

Interroll hat stark korrigiert. Es gibt Meldungen, dass Onlinehändler wie Amazon überinvestiert haben, und Kion, der deutsche Konkurrent des Lagerlogistikers, hat letzten Monat den Markt mit einer Gewinnwarnung negativ überrascht. Sie erschreckt das nicht?

Bottinelli: Doch, das tut es. Aber genau das hat den Anlass gegeben, jetzt neu zuzukaufen. Denn die Aktie hatte bereits zuvor gelitten. Interroll gehörte zu den Unternehmen, die eingestehen mussten, im inflationären Umfeld die Preise spät angehoben zu haben. Als Reaktion folgten jedoch mehrere ausserordentliche Preisrunden. Irgendwann greifen sie, und es wird ein positiver Effekt bei Interroll sichtbar werden, den der Markt so noch nicht antizipiert.

Lechthaler: Die Investitionen in die Lagerlogistik waren in den letzten Jahren tatsächlich hoch. Doch die nun laufende Lohninflation wird die Unternehmen zwingen, weiter zu automatisieren. Hinzu kommt der Trend zu Reshoring: Lokale Produktion bedingt, dass neue lokale Logistikzentren gebaut werden. Das eröffnet Chancen für Interroll.

Kernpositionen sowie Käufe und Verkäufe

	Zehn grösste Kernpositionen	Transaktionen 2022
1	TX Group	SFS (Kauf)
2	Dottikon	Dätwyler (Kauf)
3	Bachem	Interroll (Kauf)
4	CFT	Bossard (Kauf)
5	CPH	Ems-Chemie (Kauf)
6	Burckhardt Compression	Ypsomed (Kauf)
7	Komax	VAT (Kauf)
8	Ypsomed	Bystronic (Kauf)
9	Bobst	Landis+Gyr (Verkauf)
10	Huber+Suhner	Kudelski (Verkauf)

Bossard haben Sie dieses Jahr ebenfalls neu ins Portfolio aufgenommen. In Bezug auf den Befestigungsspezialisten herrscht die Meinung vor, dass ein Konjunkturrückgang die Nachfrage nach Schrauben senken wird. Sehen Sie das anders?

Bottinelli: Soeben hat die Gesellschaft die Neunmonatszahlen vorgelegt – und sie sehen weiterhin gut aus. Der Markt nimmt Bossard als typisches zyklisches Industrieunternehmen war. Doch sie hat die Margen in den letzten Jahren stabil auf hohem Niveau gehalten. Die Dienstleistungen im Bereich Prozessoptimierung und Konstruktionsberatung sind offenbar sehr gefragt, auch losgelöst von der Konjunktur.

Lechthaler: Verbindungslösungen, technische Beratung sowie effiziente Lagerbewirtschaftung sind essenziell, fallen preislich jedoch nicht ins Gewicht. Bossard war während der Pandemie immer lieferfähig und hat dadurch ihren Marktanteil deutlich ausgebaut.

Wird die Nachfrage anhalten?

Lechthaler: Bei Bossard sind wir sehr zuversichtlich, dass die während der Pandemie gezeigte Verlässlichkeit sich weiterhin auszahlen wird. Bei anderen Unternehmen gibt es jedoch Fragezeichen bezüglich des künftigen Bestellungseingangs. Die Halbjahreszahlen haben gezeigt, dass viele Gesellschaften einen negativen Cashflow aufweisen, weil sie ihre Lager aufgebaut haben. Nun könnte es zu einer Trendumkehr kommen, da ihr Vorratshunger gestillt ist. Es dürfte gar Stornierungen bereits eingereichter Aufträge geben.

Wo sehen Sie diese Risiken?

Lechthaler: Wenn man bis zu zwei Jahre auf einen gewissen Chip warten muss, stellt sich schon die Frage, ob es ihn dann wirklich noch in dieser Form braucht. Risiken sehen wir zudem bei Komponentenherstellern wie U-Blox, SFS oder Dätwyler. Vieles davon ist jedoch bereits im Preis dieser Aktien drin.

Wie agieren Sie?

Bottinelli: Wir versuchen, das antizyklisch auszunutzen, und haben neu Positionen in SFS und Dätwyler aufgebaut.

Wieso in SFS?

Bottinelli: Die Aktie ist derzeit sehr attraktiv bewertet. SFS hat Ende 2021 die deutsche Hoffmann Group übernommen, was den Gewinn je Titel sofort steigen lassen wird. Gleichzeitig hat der Kurs seither ein Drittel eingebüsst. Es ist das Makroumfeld, das derzeit die Bewertung dominiert, unternehmensspezifische Faktoren geraten dabei in den Hintergrund. Das eröffnet Kaufgelegenheiten.

Lechthaler: Der Markt hat die Akquisition noch nicht verstanden. Es herrscht die Meinung vor, SFS baue ihre sehr starke Position in Europa aus und kaufe einen Händler, der die Margen sinken lasse. Wir gewichten jedoch höher, dass der Umsatz um ein Drittel zulegt sowie dass die Rendite auf dem eingesetzten Kapital steigt. Es hilft dem bisher kapitalintensiven Geschäft, über ein Handelsgeschäft zu verfügen, das in einem inflationären Umfeld die Preise rascher anpassen kann.

Die Schweiz hat auch viele Maschinenhersteller, die derzeit auf einem sehr hohen Auftragsbestand sitzen, beispielsweise Rieter. Was würden Stornierungen für sie bedeuten?

Lechthaler: Oft wäre das wohl nicht so schlimm. Viele dieser Aufträge wurden erteilt, bevor die Unternehmen im Hinblick auf die Teuerung Preiserhöhungen durchgesetzt hatten. Falls sie storniert würden, wäre das gar margenschonend.

An welche Unternehmen denken Sie?

Lechthaler: Rieter oder Bystronic könnten wieder spannend werden, wenn die Aufträge abgearbeitet sind, die noch zu alten Preisen offeriert wurden, nun aber mit teureren Materialien fertiggestellt werden müssen. Dabei besteht allerdings das Risiko, dass Abnehmer angesichts der steigenden Preise nun mit neuen Bestellungen zuwarten. Aufgrund von hohen Anzahlungen bei Maschinenherstellern rechnen wir zwar nicht mit grösseren Stornierungen. Es könnte den Markt aber aufschrecken, wenn der Bestellungseingang plötzlich 10 oder 15% zurückfällt. Das ist ein Unsicherheitsfaktor.

Bystronic haben Sie dennoch neu gekauft. Warum?

Lechthaler: Bystronic ist wie Bobst oder Rieter in einem oligopolistischen Umfeld aktiv, und alle drei haben massiv in die Digitalisierung und ins Systemangebot investiert: Sie haben sich dort einen Vorsprung erarbeitet, den kleinere Konkurrenten kaum aufholen können.

Sie halten an Bobst fest, trotz des Übernahmeangebots und der bevorstehenden Dekotierung?

Bottinelli: Bobst hat in den letzten Jahren viel investiert. Doch künftig werden die Kapitalausgaben zurückgehen, die Marge wird sich fast verdoppeln und der Gewinn steigen. Jetzt sollen wir die Titel zu 78 Fr. abgeben? Nein. Wir haben die Zeit und die Freiheit, auch in einer künftig ausserbörslich gehandelten Aktie dabeizubleiben. Zudem erwarten wir attraktive Ausschüttungen. Das gilt ebenso für Bystronic.

Inwiefern?

Lechthaler: Das Blechbearbeitungsunternehmen sitzt wegen des Devestitionserlöses der ehemaligen Conzzeta, aus der es hervorgegangen ist, auf einem sehr hohen Bargeldbestand. Nach der Fokussierung bewegt es sich in einem sehr engen Markt und kann weder den Konkurrenten Triumph noch Armada übernehmen, und weitere Mitbewerber sind sehr klein. Es könnte deshalb über Jahre Kapital an die Aktionäre ausgeschüttet werden.

Das erwarten Sie auch von TX Group, die Sie als Kernposition halten.

Lechthaler: Wir haben TX Group vor rund zwei Jahren aufgebaut. Dies mit Blick auf Axel Springer und Schibsted, die sich aufgespalten haben. Auch TX Group hat eigene Marktplätze, die sie inzwischen ausgegliedert und dafür neue Investoren gefunden hat. Diese zuvor verborgenen Werte sind nun transparent.

Bottinelli: Wir erwarten, dass noch mehr kommen wird. Besonders interessant finden wir in dieser Hinsicht JobCloud und die Beteiligung an Karriere.at, die nicht Teil der bereits ausgegliederten digitalen Assets sind. Beide bieten eine Ebit-Marge um 60% und haben weiteres Wachstumspotenzial.

Lechthaler: Dazu kommen die Immobilien. TX Group bilanziert sie mit 300 Mio. Fr. Der über Jahre abgeschriebene Buchwert dürfte deutlich unter dem Marktwert liegen. Das Immobilienportfolio umfasst heute zum Beispiel drei Druckzentren. Wir fragen uns, ob es dasjenige am Bubenberg beim Sihlcity in fünf bis zehn Jahren noch brauchen wird. Die Jobmarktplätze und die

Immobilien sind sehr wesentliche und unterschätzte Assets. Ihren Wert freizusetzen, wird aber Zeit beanspruchen.

Sie investieren auch in kleine Werte wie Dottikon, CFT und Von Roll. Warum?

Bottinelli: Dottikon ist mit einem Umsatz von gut 200 Mio. Fr. noch sehr klein. Als spezialisierter Vermögensverwalter können wir auch auf solche Werte setzen. Der Pharmazulieferer ist mit einer Ebitda-Marge von mehr als 30% hoch profitabel. Zudem fokussiert er auf eine kleine Nische im Bereich chemischer Wirkstoffe, die teilweise niemand sonst herstellen kann.

Als einziges Finanzunternehmen setzen Sie auf CFT. Wieso das?

Lechthaler: CFT ist keine Bank, sondern ein Finanzintermediär, der keinen Eigenhandel mit entsprechenden Bilanzrisiken betreibt. Die Aktie ist zwar illiquid, aber für Privatinvestoren höchst attraktiv. Seit Patrick Combes, der 70% des Unternehmens besitzt, 1997 mit seinem Team übernommen hat, haben die Valoren im Schnitt jährlich 17% zugelegt. Der Dividendenanteil davon war 70%.

Ein Penny Stock ist Von Roll. Für Sie jedoch eine Investition wert. Warum?

Lechthaler: Wir haben uns das neue Isolationsprodukt angeschaut, das auf Glimmer basiert und beispielsweise zum Schutz von Batterien in Elektroautos eingesetzt werden kann. Jüngst ist die Meldung gekommen, dass das Unternehmen einen Serienauftrag vom Batteriezellen-Joint-Venture ACC erhalten hat, an dem Mercedes, TotalEnergies und Stellantis beteiligt sind. Das zeigt auch nach aussen, dass das Unternehmen etwas zu bieten hat.

Was reizt Sie an solchen Exoten?

Bottinelli: Straumann, Sonova und andere Lieblingsaktien haben alle im Portfolio, und man findet sie in jedem ETF. Unser Job besteht darin, auch kleine Perlen aufzuspüren, sie ins Portfolio zu nehmen und die Geduld aufzubringen, dass daraus etwas entsteht.

Zur Person



Bild:zvg

Adrian Lechthaler ist Partner, Geschäftsführer und Portfoliomanager bei der Vermögensverwaltungsboutique Peter J. Lehner & Partner. Bevor der 37-Jährige 2017 zu Peter J. Lehner & Partner stiess, war er Portfoliomanager bei Michel & Cortesi Asset Management. Davor arbeitete er in einem Family Office. Lechthaler absolvierte den Bachelor of Science in Betriebswirtschaft an der HTW in Chur. Er besitzt einen Master of Science in Banking and Finance der ZHAW in Winterthur und ist eidg. dipl. Finanzanalytiker sowie Vermögensverwalter (CIIA) der AZEK.

Zur Person



Bild:zvg

Manuel Bottinelli ist seit diesem Jahr Partner, stv. Geschäftsführer und Portfoliomanager bei der Vermögensverwaltungsboutique Peter J. Lehner & Partner. Der 32-Jährige verfügt über fünfzehn Jahre Berufserfahrung im Bankbereich. Zuletzt verantwortete er bei AMG Fonds zwei auf Schweizer Aktien fokussierte Anlagefonds. Davor leitete er den Bereich Schweizer Aktien bei FERI (Schweiz). Bottinelli besitzt die Händlerprüfungen der Schweizer Börse und der Eurex Repo, ist eidg. dipl. Betriebswirtschafter HF und hält einen Bachelor in Betriebsökonomie mit Vertiefung Banking & Finance.
