

INTERVIEW

«Die Gewinnschätzungen für 2023 sind zu optimistisch»

Adrian Peter und Martin Würmli, Fondsmanager bei der Privatbank Von Graffenried, stellen sich auf eine anhaltende Inflation ein, fordern bei Sulzer eine Lösung und erwarten, dass sich Arbonia aufspalten wird.

Ruedi Keller 

22.06.2022, 05.11 Uhr

«Den Schweizer Unternehmen geht es gut», sagt Adrian Peter, Fondsmanager bei der Privatbank Von Graffenried. Die CEO seien zuversichtlich, dass weiterhin eine solide Grundnachfrage herrschen werde. Das kontrastiere stark mit der schlechten Stimmung, die derzeit die Börsen dominiere.

Offensichtlich sei angesichts der wiederholten Preissteigerungen, die die Unternehmen bereits durchgesetzt hätten und die sie weiter planten, aber, dass der Konsument irgendwann nicht mehr mitmachen werde und weitere Teuerungen zulasten der Profitabilität der Unternehmen gehen würden: «Wir glauben, dass die Gewinnschätzungen für 2023 zu optimistisch sind», sagt Martin Würmli.

Was sie von Medmix sowie Sulzer bezüglich des Grossaktionärs Viktor Vekselberg fordern, welches Potenzial sie in Comet sehen und warum sie bei Arbonia eine Aufspaltung erwarten, sagen die beiden Fondsmanager der Privatbank Von Graffenried im Interview.



«Bei Sulzer und Medmix muss der Verwaltungsrat eine Lösung finden, wie die grosse Aktienposition von Vekselberg platziert werden kann»: Adrian Peter und Martin Würmli, Fondsmanager bei der Privatbank Von Graffenried.

Bild: zvg

Herr Peter, Herr Würmli: Die Schweizerische Nationalbank hat den Leitzins letzte Woche überraschend um 50 Basispunkte auf $-0,25\%$ angehoben. Was bedeutet das für den Schweizer Aktienmarkt?

Würmli: Die unmittelbaren Auswirkungen auf die Schweizer Unternehmen sind überschaubar. Die Refinanzierungskosten bewegen sich bereits seit einiger Zeit deutlich nach oben, sind historisch aber immer noch auf tiefem Niveau.

Wie erleben Sie derzeit allgemein den Markt?

Peter: Im letzten Quartal 2021 gab es am Schweizer Aktienmarkt eine starke Aufwärtsbewegung. Bei einigen Unternehmen sah man eine nahezu parabolische Kursentwicklung. Die Wachstumschancen im Nachgang der Pandemie, gepaart mit billigem Geld, haben bei den Unternehmen zu einem starken Bestellungseingang geführt. Die Situation hat sich durch

Lieferkettenengpässe und dadurch verursachte Doppelbestellungen noch akzentuiert. Dies alles hat die Frage aufgeworfen, wie nachhaltig diese Entwicklung sein konnte und wo sich der langfristige Bestelltrend einpendeln würde.

Dazu begann die Inflation anzuziehen. Wie haben Sie reagiert?

Peter: Wir haben nicht an einen temporären Teuerungsschub geglaubt, sondern uns auf hartnäckige Inflation eingestellt. Zudem glauben wir, dass die Inflation den Bestelleingang vorerst weiter aufblähen wird. Ein Bauer wird bei Bucher die Landmaschinen wohl lieber heute kaufen, statt nächstes Jahr dafür 10% mehr zu bezahlen.

Danach kommt die Delle?

Würmli: Ja, das ist durchaus möglich, aber schwierig zu prognostizieren. Klar ist jedoch: Die Inflation markiert den Wendepunkt für die Zinsen. Und das Zinsniveau ist die Determinante für die Bewertungen. Steigen die Zinsen, sinken die Bewertungen. Entsprechend haben wir bereits im letzten Herbst angefangen, unser ausgeprägtes Übergewicht in Wachstumstiteln zu reduzieren. Wir haben die Portfolios stärker auf Qualitätsunternehmen fokussiert, die gute Bilanzen aufweisen und die Macht haben, steigende Preise an die Kunden weiterzugeben.



Martin Würmli, Portfoliomanager
Aktien Schweiz bei Von Graffenried

Bild: zvg

Wo stehen wir heute?



Adrian Peter, Portfoliomanager
Small & Mid Caps Schweiz bei Von
Graffenried

Bild: zvg

Peter: Wir haben kürzlich mit fünfzehn Unternehmen direkt kommuniziert, und die Konklusion aus den Gesprächen ist klar: Den Schweizer Unternehmen geht es noch gut. Die Manager sind zuversichtlich, dass auch weiterhin eine solide Grundnachfrage herrschen wird. Das kontrastiert stark mit der schlechten Stimmung, die derzeit an den Börsen dominiert.

Von welchen Unternehmen sprechen Sie?

Würmli: Die positiven Feedbacks stammen primär von zyklischen Industrieunternehmen. Sie sollten als Erste spüren, wenn die Nachfrage abflaut. Dazu zählen Gesellschaften wie SFS, Sensirion, VAT, Bossard – auch wenn es bei ihnen einzelne Unterschiede gibt.

Welche?

Peter: Sensirion, die unter anderem Sensoren und komplette Module für die Automobilindustrie liefert, rechnet damit, dass die Automobilproduktion 2022 aufgrund der Lieferkettenengpässe gedrückt bleiben wird.

Würmli: Optimistischer hat sich SFS geäußert, die diverse Komponenten in die Automobilindustrie liefert. Sie kann sich eine deutliche Belebung der Automobilproduktion in der zweiten Jahreshälfte vorstellen. Das Management geht davon aus, dass die Automobilhersteller die Schichten sofort erhöhen können, sollte die Chipknappheit nachlassen.

Wie sieht es ausserhalb der Automobilzulieferer aus?

Peter: Auch Medmix und Sulzer sind grundsätzlich optimistisch, was ihre Aussichten anbelangt. Beide haben mit dem sanktionierten russischen

Grossaktionär Viktor Vekselberg allerdings ein Spezialthema zu bewältigen.

Was braucht es da?

Peter: Bei Sulzer und Medmix muss der Verwaltungsrat eine Lösung finden, wie die grossen Aktienbeteiligungen von Vekselberg reduziert werden können. Dass der russische Oligarch auf Sanktionslisten steht, hemmt ihre geschäftliche Entwicklung.

Sind Platzierungen nicht gerade deswegen unmöglich, weil Vekselberg sanktioniert ist?

Würmli: Grundsätzlich sollte dies möglich sein. Sulzer hat dies vor einigen Jahren bereits einmal gemacht, als Vekselberg neu auf die Sanktionsliste kam und sie seinen Aktienanteil auf weniger als 50% gesenkt hat. Der Erlös daraus liegt seither auf einem Sperrkonto in den USA. Der Verwaltungsrat ist unserer Meinung nach in der Pflicht, für die Entwicklung des Unternehmens und die Rechte aller Aktionäre einzustehen. Sein Ziel muss nun sein, den Anteil von Vekselberg unter 20% zu bringen, um so die Sanktionsprobleme zu lösen.

Arbeiten Sulzer und Medmix auf eine solche Lösung hin?

Peter: Wir rechnen damit, dass Bestrebungen laufen, eine Lösung zu finden.

Allgemein gilt: Die Gewinnerwartungen an die Unternehmen sind weiterhin hoch. Dennoch haben viele Titel massiv verloren. Wohin geht die Reise?

Würmli: Der Zinsanstieg, der sich jüngst verschärft hat, wird auf der einen Seite weiterhin Druck auf die Bewertungen ausüben. Auf der anderen Seite prognostizieren die Konsensschätzungen der Analysten wachsende Gewinne für 2022. Auch die Unternehmen äussern sich in diese Richtung.

Peter: Offensichtlich ist aber auch, dass bei den wiederholten Preissteigerungen, die die Gesellschaften bereits durchgesetzt haben und die sie weiter planen, der Konsument irgendwann nicht mehr mitmachen wird.

An welche Unternehmen denken Sie?

Peter: Da gibt es viele Beispiele. Geberit und Arbonia haben die Preise in diesem Jahr bereits mehrmals erhöht. Auch Sika überwälzt die höheren Inputpreise laufend an die Kunden. Clariant hat den Umsatz im ersten Quartal um 30% gesteigert, wobei 16% des Zuwachses auf höhere Preise zurückzuführen sind.

Würmli: Irgendwann wird das kippen, und eine weitere Teuerung wird zulasten der Profitabilität der Unternehmen gehen – insbesondere dann, wenn die Wirtschaft an Schwung verliert. Dies könnte schon bald Realität werden. Wir glauben, dass die Gewinnschätzungen für 2023 zu optimistisch sind.

Was tun Sie angesichts dieser Gemengelage?

Würmli: Wir haben bereits im Verlauf des vierten Quartals überall dort unsere Positionen reduziert, wo wir Übertreibungen in den Bewertungen gesehen haben, beispielsweise bei Straumann oder Partners Group. Auch bei Technologieunternehmen wie VAT, Comet, Sensirion oder Temenos haben wir abgebaut.

Trotz des Abbaus: In Comet sind Sie weiterhin deutlich Übergewichtet, und der Kurs hat sich seit Jahresbeginn halbiert. Warum setzen Sie weiter so stark auf den Halbleiterzulieferer?

Peter: Wir haben seit mehreren Jahren ein kräftiges Übergewicht in Comet – in der Überzeugung, dass das Unternehmen hervorragend positioniert ist und das Management die richtigen Weichen gestellt hat. Wir haben die Position 2021

jedoch reduziert, ebenso bei anderen Halbleitertiteln. Dennoch sind wir aber auch in Inficon, VAT und Sensirion weiterhin Übergewichtet.

Wie gehen Sie weiter vor?

Würmli: Auf dem aktuellen Niveau stossen wir keine dieser Aktien mehr ab, sondern kaufen partiell wieder zu.

Welches Potenzial sehen Sie in Comet und VAT?

Würmli: Comet und VAT profitieren beide davon, dass die Halbleiter immer kleiner werden. Für diese Miniaturisierung braucht es mehr von ihren Produkten – Vakuumventile von VAT für die zunehmenden Anforderungen an den Reinraum sowie RF-Lösungen von Comet. Grundsätzlich stellt sich die Frage, ob sich der Investitionszyklus der Halbleiterindustrie in den nächsten Jahren massiv abschwächen wird. Die Unternehmen erwarten das nicht. Sowohl das Management von Comet als auch das von VAT sind überzeugt, dass der Markt strukturell wächst und die hohen Kapitalinvestitionen anhalten werden, mindestens bis 2024.

Im Hinblick auf die fortschreitende Miniaturisierung sind beide strukturell hervorragend positioniert, Unsicherheiten orten Sie primär im Zyklus?

Würmli: Ja, die Börse hat primär Bedenken bezüglich des Zyklus. Bei Comet kommen neben der Miniaturisierung noch unternehmensspezifische Aspekte hinzu, die wir attraktiv finden: Comet verlagert derzeit Teile der Produktion nach Malaysia, was die Kosten senken und der Marge helfen wird. Auf der Produktseite wird der neue RF-Generator verstärkt an den Markt gebracht. Er vergrößert den Absatzmarkt von Comet um bis zu ein Drittel, was ein zusätzliches Umsatzpotenzial von zirka 100 Mio. Fr. bietet. Auch das wird den Margen helfen.

Unter Ihren grössten Übergewichten findet sich Swiss Life. In welchen Finanztiteln sehen Sie Potenzial?

Würmli: Wir setzen im aktuellen Umfeld auf mehrere Versicherer. In unserem Large-Caps-Fonds, der den kompletten Schweizer Markt abdeckt, inklusive der SMI-Werte, ist Swiss Life das grösste Übergewicht im Finanzbereich, dahinter folgt Zurich Insurance. Auch in UBS und Julius Bär sind wir etwas übergewichtet. Ein Untergewicht haben wir bei Credit Suisse und Swiss Re.

Weshalb?

Würmli: Bei Swiss Re fürchten wir die Inflation bei den Schadenfällen. Diesbezüglich sehen wir die Erstversicherer deutlich besser positioniert. Sie können Prämien erhöhungen schneller durchsetzen, was sie in den letzten Jahren bereits bewiesen haben. Bei den längerfristig laufenden Verträgen der Rückversicherer ist das nur mit Verzögerung möglich. Credit Suisse hat riesige Probleme und muss in den nächsten Jahren ihre Kapitalbasis deutlich stärken, wobei noch unklar ist, wie sie das schaffen will.

GR Aktien Schweiz

Fondsmanager: Martin Würmli – die grössten Abweichungen des Fonds vom Vergleichsindex SPI

	Grösste Übergewichte	Grösste Untergewichte
1	Roche	Novartis
2	BKW	Nestlé
3	Arbonia	Lindt & Sprüngli
4	Alcon	SGS
5	Swiss Life	Barry Callebaut

GR Aktien Schweiz Small & Mid Caps

Fondsmanager: Adrian Peter – die grössten Abweichungen des Fonds vom Vergleichsindex SPI Extra

	Grösste Übergewichte	Grösste Untergewichte
1	Schaffner	Swiss Prime Site
2	Vifor Pharma	BB Biotech
3	Comet	DKSH
4	BKW	Allreal
5	Arbonia	Dufry

Das grösste Übergewicht im Small-&Mid-Caps-Fonds ist Schaffner. Was überzeugt Sie an diesem Unternehmen?

Peter: Schaffner hat sich seit 2016 transformiert und fokussiert nun auf die Geschäfte, mit denen sie tatsächlich Geld verdient. Seit letztem Jahr hat der Kurs zwar stark angezogen. Doch wir glauben, dass all die Projekte, die seit drei Jahren initiiert wurden, und die neuen Angebote, die nun auf den Markt kommen, weiterhin Potenzial versprechen – beispielsweise die Abschirmung von Batterien gegen elektromagnetische Wellen.

Inwiefern?

Treiber dafür ist mitunter, dass einige der grossen Automobilhersteller es bislang völlig verpasst haben, den elektrischen Antriebsstrang selbst herzustellen, und diesen Prozess an Zulieferer wie beispielsweise Bosch ausgegliedert haben. In den nächsten Jahren soll er jedoch aus dem eigenen Haus kommen. Dadurch entstehen Chancen für Schaffner, die bei den Automobilherstellern gut positioniert ist, vermehrt entsprechende Komponenten zu liefern.

BKW ist ebenfalls stark übergewichtet in Ihren Fonds. Wieso?

Peter: BKW profitiert als Produzent von den steigenden Strompreisen. Der effektive Absatzpreis wird allerdings drei Jahre im Voraus fixiert. Im Resultat von 2022 wird sich im Vergleich zum explodierenden Spotmarkt deshalb erst ein kleiner positiver Effekt zeigen. Falls der Strompreis auf dem nun erreichten Niveau bleibt – es ist europaweit die Rede von zunehmender Knappheit –, erwarten wir, dass BKW angesichts stabiler Gestehungskosten künftig massiv profitieren wird.

Würmli: Bereits jetzt ist klar, dass BKW von 2024 auf 2025 ein grosser Gewinnsprung bevorsteht. Der Preisanstieg, den wir nun am Spotmarkt erlebt haben, wird sich dann in ihrer Erfolgsrechnung manifestieren.

Nimmt die Börse das nicht längst vorweg?

Würmli: Aus unserer Sicht nicht. Gerade jüngst ist der Kurs erneut zurückgekommen – obwohl die Visibilität des operativen Geschäftsverlaufs hoch ist. Wir schätzen diese Planbarkeit und haben die Aktien in beiden Fonds stark übergewichtet.

Was erwarten Sie von Ihrem Übergewicht in Arbonia?

Peter: Arbonia ist weiterhin ein Konglomerat mit dem Türegeschäft sowie dem Bereich Heizung, Lüftung und Klima. Die Wärmepumpen von Arbonia sind bis 2023 ausverkauft, obwohl die Produktionskapazität bis dahin verdoppelt wird und danach weiter aufgestockt werden soll. Wir sehen darin ein zusätzliches Umsatzpotenzial von 140 Mio. Fr. Isoliert würde der Heizung-Lüftung-Klima-Bereich viel höher bewertet als im Verbund mit dem Türenbereich.

Fordern Sie eine Aufspaltung?

Würmli: Wir glauben, die Aufspaltung wird kommen. Alle Bereiche müssen zuvor noch etwas an Grösse zulegen, wovon wir aber ausgehen: Das Heizkörpergeschäft ist aufgrund der jüngsten Automatisierungsschritte viel resistenter gegen die Teuerung als die Konkurrenz. Im Türenbereich werden aktuell die Kapazitäten hochgefahren, was 2024 abgeschlossen sein soll. Ab diesem Zeitpunkt halten wir eine Aufspaltung für möglich.

Bei Ihrem Fonds Aktien Schweiz fällt auf: Roche ist das grösste Übergewicht, Novartis das stärkste Untergewicht. Wieso?

Würmli: Roche hat den Patentverfall, der sich über fast die Hälfte des Umsatzes erstreckte, weitgehend hinter sich, und auch ihre Pipeline ist weiter fortgeschritten als die von Novartis. Bei Novartis ist uns zu wenig klar, wie sie ihre bevorstehenden Patentabläufe kompensieren kann.

Aber ihrer ehemaligen Tochter Alcon trauen Sie überdurchschnittliches Potenzial zu.

Würmli: Alcon bewegt sich in einem eher defensiven Sektor und ist dort sehr gut positioniert. Sie hat in den letzten Jahren vor und nach der Abspaltung von Novartis viel in Innovation und neue Produkte investiert. Wir glauben, dass Alcon damit in beiden Bereichen – Surgical und Vision Care – weitere Marktanteile gewinnen wird, wie sich das seit drei bis vier Quartalen zeigt.

Untergewichtet sind Sie im Nahrungsmittelbereich mit Nestlé, Lindt & Sprüngli und Barry Callebaut. Warum?

Würmli: Das hängt mit der Struktur des SPI zusammen, der die Benchmark für unseren Large-Caps-Fonds bildet. Im SPI haben Nestlé, Roche und Novartis dominante Positionen. Da es unser Ziel ist, unsere besten Ideen zu kleinen oder mittelgross kapitalisierten Werten auch hier einfließen zu lassen, müssen wir woanders untergewichtet sein. Jüngst haben wir unser Untergewicht in

Nestlé jedoch reduziert, da wir die defensiven Qualitäten des Unternehmens schätzen.

Was ist mit Lindt & Sprüngli und Barry Callebaut?

Würmli: Lindt & Sprüngli haben wir in beiden Fonds aus Bewertungsüberlegungen untergewichtet. Engagiert sind wir im GR Aktien Schweiz stattdessen bei Givaudan, deren Titel zwar ebenfalls stolz bewertet sind, aber einen höheren freien Cashflow bieten. Barry Callebaut haben wir im Fonds Aktien Schweiz reduziert, um wie erwähnt die Position in Nestlé zu stärken. Im Small-&-Mid-Caps-Fonds setzen wir weiterhin auf die Valoren von Barry Callebaut.

Sie managen einen Small- & Mid-Caps-Fonds und investieren mit dem zweiten Fonds zusätzlich in grosskapitalisierte Gesellschaften. Macht die Börse derzeit einen Unterschied bei diesen beiden Unternehmenskategorien?

Peter: Die Präferenzen der Investoren ändern sich. Aktuell gewichtet die Börse bei den kleineren und oft zyklischer ausgerichteten Gesellschaften die Risiken höher als die Chancen. Langfristig wachsen die Nischenplayer aber schneller als Grossunternehmen. Vermutlich ist es jetzt noch etwas zu früh, schon wieder voll auf diese Stärke zu setzen.

Wann soll man kaufen?

Peter: In dem Moment, da die Zentralbanken die restriktiven Geldmassnahmen stoppen oder gar einen Kurswechsel einschlagen, wird es eine Rally am Aktienmarkt geben, wovon insbesondere die kleinen oder mittleren Werte überdurchschnittlich profitieren werden. Das dürfte aber erst der Fall sein, wenn die Inflation oder das Wirtschaftswachstum deutlich zurückgekommen sind.

Martin Würmli



Bild: zvg

Martin Würmli ist seit 2016 als Portfoliomanager für Schweizer Aktien bei der Privatbank Von Graffenried tätig. Der 46-Jährige startete seine Bankkarriere 1996 beim Schweizerischen Bankverein. 2002 wechselte er als Portfoliomanager zu ATAG Asset Management. Von 2005 bis 2010 war er Analyst für Schweizer Aktien bei Vontobel und Berenberg, später Partner und Fondsmanager für Substanzaktien global bei Valex Capital. Er arbeitete im Equity Sales von Helvea und war vor seinem Wechsel zu Von Graffenried Portfoliomanager im Asset Management von Lombard Odier. Würmli hat eine Ausbildung als Betriebsökonom FH und hält das AZEK-Diplom.

Adrian Peter



Bild: zvg

Adrian Peter arbeitet seit 2012 als Portfoliomanager bei der Privatbank Von Graffenried. Der 54-Jährige startete seine Bankkarriere 1996 als Finanzanalyst und Co-Manager Aktien Schweiz bei UBS. Seit 1999 ist er Portfoliomanager für kleine und mittelgrosse Schweizer Unternehmen, zuerst bei der Bank Hofmann, von 2000 bis 2003 im Asset Management von Vontobel und danach bis 2011 bei Mirabaud. Peter hat eine Ausbildung als Betriebswirtschafter HF und hält das AZEK-Diplom.
