

INTERVIEW

«Wir sind bereits jetzt für den Wiederaufschwung positioniert»

Adrian Peter und Martin Würmli, Fondsmanager bei der Privatbank Von Graffenried, stellen sich auf eine Konjunkturdelle ein, setzen aber schon auf die Unternehmen, die gestärkt daraus hervorgehen dürften.

Ruedi Keller 

07.07.2023, 05.14 Uhr

«Unternehmen können sich dem Konjunkturzyklus nicht entziehen», sagt Adrian Peter, Manager des Fonds Aktien Schweiz Small & Mid Caps bei der Privatbank Von Graffenried, im Gespräch. Wichtiger als der Konjunkturzyklus sei jedoch die Kundenbeziehung: «Qualitativ hochwertige Unternehmen verstehen es, auch in Schwächephasen Marktanteile zu gewinnen, respektive bereiten im Abschwung den nächsten Wachstumsschritt vor.»

Zudem sei derzeit der Blick auf die Lieferkettensituation wichtig, sagt sein Kollege Martin Würmli, der bei Von Graffenried den Fonds Aktien Schweiz verwaltet: «Auf die Pandemie folgte ein enormer Nachfrageaufschwung – und nun stehen wir in einer Phase der Neukalibrierung.» Die zuvor intensivierete Lagerhaltung und der nun stattfindende Abbau der Vorräte müssten in ein neues Gleichgewicht kommen. «Die negativen Konjunkturnachrichten sind stark von diesem Prozess geprägt.»

Warum die beiden Fondsmanager bereits jetzt auf den Aufschwung setzen und in Unternehmen wie Comet, VAT, Schaffner und SFS investieren, erklären sie im Gespräch.



«2023 wird bei den meisten Unternehmen wohl noch ansprechend ausfallen. Die Frage ist, wie sich der Auftragseingang Richtung 2024 entwickelt»: Adrian Peter (links) und Martin Würmli, Fondsmanager bei der Privatbank Von Graffenried.

zvg

Herr Peter, Herr Würmli, die Konjunkturaussichten trüben sich ein, der Zinszyklus dürfte noch nicht zu Ende sein, dennoch steigen die Aktienkurse. Wie schätzen Sie dieses Marktumfeld ein?

Adrian Peter: Wenn man mit Firmenvertretern spricht, beispielsweise von Bossard – eine Aktie, die sich oft im Einklang mit den Einkaufsmanagerindizes bewegt –, spürt man, wie stark derzeit alles davon abhängt, mit welchen Produkten und in welchen Märkten sich ein Unternehmen bewegt. Die individuellen Endmärkte sind entscheidend, und das gilt für das gesamte Schweizer Aktienuniversum.

Sie schauen stärker auf die Einzeltitel als auf den makroökonomischen Ausblick?

Peter: Definitiv. Unternehmen können sich dem Konjunkturzyklus nicht entziehen. Viel wichtiger sind für uns die langfristigen Aussichten. Gelingt es

einer Gesellschaft, mit neuen, innovativen Lösungen ein Kundenbedürfnis zu bedienen? Agiert das Management vorausschauend und besonnen? Dies sind für uns entscheidende Attribute. Sie können zwar nicht verhindern, dass eine Delle kommen mag. Doch die Abnehmerbeziehung ist wichtiger als der Konjunkturzyklus. Qualitativ hochwertige Unternehmen verstehen es, auch in Schwächephasen Marktanteile zu gewinnen, respektive bereiten im Abschwung den nächsten Wachstumsschritt vor. Wir suchen deshalb nach Aktien von Unternehmen, die so agieren.

Martin Würmli: Wichtig ist zudem der Blick auf die Lieferkettensituation. Auf die Pandemie folgte ein enormer Nachfrageaufschwung – und nun stehen wir in einer Phase der Neukalibrierung. Die zuvor intensivierete Lagerhaltung, um die Lieferfähigkeit aufrechtzuerhalten, und der nun stattfindende Abbau der Vorräte müssen in ein neues Gleichgewicht kommen. Die negativen Konjunkturnachrichten sind stark von diesem Prozess geprägt – und die offene Frage ist, wohin die Wirtschaft in den nächsten Monaten steuert.

Die Hoffnung bestand, dass der Lagerabbau im ersten Halbjahr weitgehend durch sein könnte. Nun hat kürzlich Interroll gewarnt, dass genau das nicht der Fall sei, da Endkunden Projekte aufgeschoben hätten. Werden weitere solche Gewinnwarnungen folgen?

Würmli: Intralogistik war einer der ganz grossen Gewinner von Covid. Online-Händler wie Amazon haben so massiv in die Lagerlogistik investiert, dass dort nun wohl für Jahre genug Kapazitäten bestehen. Interroll scheint uns daher aufgrund ihres Marktgebiets ein spezifischer Fall zu sein.

Auch ein Ausnahmefall?

Peter: 2019 trübte sich das Marktumfeld ein. 2020 kam die Pandemie und damit der wirtschaftliche Einbruch, auf den 2021 Stimulusmassnahmen und

Gratisgeld folgten. 2022 führte das zu Inflation, Zinserhöhungen und einer wirtschaftlichen Verlangsamung. Alle Unternehmen bekunden derzeit Mühe mit der Visibilität und müssen die Frage klären: Wie hoch wird nun die Grundnachfrage der Konsumenten ausfallen?

Würmli: Die Konjunkturdaten suggerieren, dass sich das wirtschaftliche Umfeld eintrübt. Ein Teil davon ist auf die genannten Lagereffekte zurückzuführen. Gerade in zyklischen Sektoren wie Chemie gab es in den letzten Wochen Gewinnwarnungen, beispielsweise von der deutschen Lanxess und der britischen Croda. Viele Industrieunternehmen verfügen aber immer noch über einen hohen Auftragsbestand aus dem Bestellboom nach der Pandemie. Er kann in diesem Jahr noch abgearbeitet werden. 2023 wird bei den meisten Unternehmen wohl noch ansprechend ausfallen. Die Frage ist, wie sich der Auftragseingang Richtung 2024 entwickelt. Diesbezüglich werden die Weichen in den nächsten Monaten gestellt werden.

Entgegen den sich eintrübenden Konjunkturdaten sind die Aktienmärkte bereits recht positiv. Wie ordnen Sie das ein?

Würmli: Viele Bereiche der Wirtschaft erweisen sich weiterhin als recht robust. Dies gilt insbesondere für die USA. Der Arbeitsmarkt ist stark, die Inflation sinkt zwar nicht so schnell wie erhofft, aber die Richtung stimmt. Zudem glauben viele, dass wir den Zinshöhepunkt bald erreicht haben. Die Börsen preisen derzeit ein Soft Landing ein und nicht, dass die Wirtschaft in eine Rezession fällt.

Peter: Das Timing ist für Investoren derzeit sehr anspruchsvoll. Man sieht die konjunkturelle Verlangsamung. Es stellt sich jedoch die Frage, ob man nun noch verkaufen soll, wenn man davon ausgeht, dass in sechs Monaten die Zinsen kaum mehr steigen, sondern allenfalls gar wieder leicht sinken werden.

Was ist Ihre Antwort?

Peter: Wir müssen bereits jetzt für den Wiederaufschwung positioniert sein, wenn auch noch nicht voll darauf ausgerichtet. Dazu gehört, in die Qualitätstitel investiert zu sein, bei denen wir erwarten, dass der bestehende Auftragsbestand sie durch die Delle tragen wird – bis dann der Bestellungseingang wieder anzieht und damit der Aktienkurs erneut steigt.

Sie rechnen aber noch mit einer Delle?

Peter: Für Investoren ist derzeit wichtig, sich nicht in kurzfristigen Entwicklungen zu verzetteln, sondern den Blick nach vorn zu richten. Dank ihrer Agilität, hoher Innovationskraft und guter Bilanzen kommen die kleinen und die mittelgrossen Schweizer Unternehmen oft gestärkt aus einer Krise, während andere aus dem Markt gedrängt werden.

Würmli: Das gilt auch für viele grosse und hervorragend geführte Unternehmen, beispielsweise für Givaudan und Sika.

Ausgeprägten Zyklen unterworfen ist der Halbleitersektor. In Comet haben Sie eines Ihrer grössten Übergewichte, und zwar sowohl in Ihrem Schweizer Small- und Mid-Cap-Fonds als auch im Fonds Aktien Schweiz, der zusätzlich grosskapitalisierte Werte umfasst. Ebenfalls investiert sind Sie in VAT. Zeigt sich dieses Dilemma dort besonders akzentuiert?

GR Aktien Schweiz Small & Mid Caps

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

	Die grössten Übergewichte	Die grössten Untergewichte
1	BKW	Swiss Prime Site
2	Comet	Dufry
3	Schaffner	Flughafen Zürich
4	Galenica	BCV
5	Belimo	Bachem

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Von Graffenried

Peter: Das ist so. Diese Unternehmen durchlaufen jeweils ausgeprägte Zyklen. Sowohl VAT als auch Comet sind im Halbleiterbereich führend bis unersetzlich in ihren Nischen – Comet bei Plasma-Control-Technologien, VAT mit Vakuumventilen. Die Halbleiterindustrie durchläuft derzeit eine schwierige Phase. Dem können sich auch die Schweizer Zulieferer nicht entziehen. Dies ist jedoch im Markt bekannt. Die Halbjahresergebnisse werden kaum überzeugen können. Möglich ist aber, dass beim Auftragseingang in den nächsten Monaten der Boden erreicht sein wird.

Würmli: Entscheidender für uns ist das langfristige Bild. Sowohl bei Comet als auch bei VAT gilt, dass die positiven Markttrends sehr stark sind – Stichwort künstliche Intelligenz, die enorme Datenmengen und damit Chips der neuesten Generation erfordern wird. Die fortschreitende Miniaturisierung der Chips wird überproportional viele Produkte von Comet und VAT benötigen, um den steigenden Anforderungen an neue Produktionslinien entsprechen zu können.

Ist künstliche Intelligenz nicht ein Hype an der Börse?

Peter: Das Thema ist nicht neu, wird von der Presse derzeit aber stark hervorgehoben. Der jüngste Kursanstieg von VAT um rund 20% ist dem geschuldet, und wir interpretieren das aktuell als Übertreibung. Auf dem gegenwärtigen Niveau würden wir unsere Position nicht weiter aufstocken. Aber langfristig sehen wir weiteres Potenzial in VAT. Wer in Halbleiteraktien investiert, muss mit grossen Kursausschlägen umgehen können.

GR Aktien Schweiz

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

	Die grössten Übergewichte	Die grössten Untergewichte
1	BKW	Nestlé
2	Comet	Roche
3	Arbonia	SIG
4	Alcon	ABB
5	Kühne + Nagel	Lindt & Sprüngli

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Von Graffenried

Eines Ihrer grössten Untergewichte im Fonds Aktien Schweiz ist Roche. Vor einem Jahr war das Novartis. Warum die Auswechslung?

Würmli: Derzeit sehen wir mehr Potenzial in Novartis als in Roche. Dementsprechend sind wir jetzt in Novartis übergewichtet.

Warum?

Würmli: Roche gehört zu den Unternehmen, die stark von der Pandemie profitiert hatten, besonders der Bereich Diagnostik. Davon werden dieses Jahr rund 5 Mrd. Fr. an Umsatz wegfallen. Dazu kommen Patentverluste, womit Roche dieses Jahr gegen 7 Mrd. Fr. Umsatz wettmachen muss. Daneben hatte

sie 2022 mit dem Krebsmittel Tiragolumab und dem Alzheimerkandidaten Gantenerumab Rückschläge in der Pipeline zu verkraften, die das mittelfristige Bild beeinträchtigen. Bei Novartis sehen wir Potenzial durch die Ausgliederung des Generikageschäfts von Sandoz und die Fokussierung auf Pharma. Zudem sind im Frühling Daten zum Brustkrebsmedikament Kisqali vielversprechend ausgefallen, was die Zielgruppe für das Medikament deutlich vergrössert.

Sind Sie auch im Hinblick auf die Ausschüttung von Sandoz-Aktien in Novartis investiert? In Alcon, der ehemaligen Konzerntochter, sind Sie übergewichtet.

Würmli: Die Eckwerte zu Sandoz erachten wir als grundsätzlich interessant. Doch wir brauchen für eine Investitionsentscheidung noch mehr Informationen zum Geschäft sowie zur Börsenbewertung. An Alcon gefällt uns das Momentum, das der Augenheilkonzern aufgebaut hat. Er wächst mit beiden Standbeinen, dem Linsen- und dem Operationsgeschäft, schneller als der Markt. Die Erstquartalszahlen haben die Erwartungen übertroffen. Eigentlich zeigt nun alles in die richtige Richtung. Einzig der starke Dollar bindet das Unternehmen noch zurück.

Ihr grösstes Untergewicht im Fonds Aktien Schweiz ist Nestlé. Ist das ein Misstrauensvotum gegenüber dem Nahrungsmittelkonzern?

Würmli: Nein, überhaupt nicht. Es geht darum, Raum für Übergewichte an anderen Stellen zu schaffen, um unsere besten Ideen zu kleinen und mittleren Unternehmen auch in diesen Fonds einfließen zu lassen.

Untergewichtet sind Sie auch in Lindt & Sprüngli. Warum?

Peter: Lindt & Sprüngli ist ein sehr gutes Unternehmen, aber auch ein sehr hoch bewertetes. Derzeit sehen wir einfach mehr Chancen in kleineren Titeln. Wir sind derzeit in Arysza und Orior übergewichtet. Orior wird vom

anhaltenden Reopening profitieren und Aryzta von der Neupositionierung unter Urs Jordi.

Inwiefern?

Peter: Orior ist mit Casualfood an Flughäfen präsent und profitiert in diesem margenstarken Bereich von den wieder anziehenden Passagiervolumen. Zudem will sie im Bereich Fertigmahlzeiten expandieren. Durch die Akquisition von Culinor ist sie in den Benelux-Staaten in diesen Bereich vorgestossen und möchte das Konzept mit qualitativ hochwertigen Fertigmahlzeiten nun auch in der Schweiz ausrollen. Denkbar wäre dies beispielsweise an Standorten der Migros. Insgesamt suchen wir bei den Nahrungsmitteltiteln stabile Geschäftsmodelle mit geringen Risiken.

Würmli: Natürlich wollen wir aber auch die zyklischen Titel nicht vernachlässigen und haben beispielsweise grössere Positionen in Georg Fischer, SFS und Schaffner.

Welches Potenzial sehen Sie in Schaffner?

Würmli: Schaffner ist ein Spezialfall und mit einer Marktkapitalisierung von 180 Mio. Fr. ein sehr kleines Unternehmen. Sie fokussiert seit dem Verkauf von Power Magnetics 2021 im Wesentlichen auf Komponenten für elektromagnetische Verträglichkeit. Daneben will man Automotive als zweites Standbein etablieren. Die verstärkte Ausrichtung auf Wachstumsmärkte hat die Stabilität der Gesellschaft deutlich erhöht. Die Profitabilität wurde deutlich gestärkt und lässt sich zudem weiter verbessern, sofern der Ausbau bei Automotive gelingt.

Warum setzen Sie auf SFS?

Peter: SFS verfügt über ein gut diversifiziertes Produktportfolio mit Aktivitäten in den Bereichen Bau, Automobil, Elektronik, Medizin sowie Industrie. Sie steigert den Umsatz laufend. Dieses Wachstum erfordert aber zwischenzeitlich auch höhere Investitionen. Das belastet dann die Profitabilität, schafft danach aber wieder gute Renditen auf dem neu investierten Kapital – bis zur nächsten Investitionsphase. Die Aktie lief zuletzt sehr gut, was auch damit zusammenhängt, dass SFS unter den Zyklikern zu den besten Qualitätswerten zählt. Deshalb bleiben wir investiert und machen bei einem solchen Unternehmen jeweils nur kleine taktische Anpassungen.

Übergewichtet sind Sie auch in Arbonia. Der Bauzulieferer leidet derzeit stark unter dem Konjunkturabschwung. Warum bleiben Sie hier investiert?

Peter: Arbonia ist ein Unternehmen, das in den letzten Jahren viel investiert hat, vor allem in Automatisierung, um günstiger produzieren zu können. Das bringt künftig einen Wettbewerbsvorteil und hilft, resistenter gegen den Zyklus zu werden. Das Pech ist, dass der Baumarkt – hauptsächlich in Deutschland – sich nun abschwächt. Dies trifft Arbonia vor allem bei den Türen und den Flachheizkörpern und hat die Stimmung gegenüber dem Unternehmen an der Börse auf einen Tiefpunkt sinken lassen.

Würmli: Auf der anderen Seite wächst die Gesellschaft in den Geschäftsfeldern Ventilation, Fussbodenheizung und Wärmepumpen, also im Bereich Heizungs-, Lüftungs- und Klimaanlage oder auf Englisch Heating, Ventilation and Air Conditioning, kurz: HVAC. Wir haben die Aktien übergewichtet, weil sie mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13,5 nun sehr günstig sind. Zudem ist absehbar, dass die Kapitalausgaben in den nächsten Jahren weiter zurückgehen werden. Aufgrund der Kostenführerschaft dürfte Arbonia bei den Türen auch in einem Abschwung weitere Marktanteile gewinnen. In der nachfolgenden Erholung wird die Profitabilität wegen der Investitionen in die Effizienz auf ein neues Niveau springen.

Zudem umgeben Arbonia Aufspaltungsfantasien. Setzen Sie auch darauf?

Peter: Arbonia könnte sich grundlegend verändern. Das Management spricht offen darüber, das Türen- vom HVAC-Geschäft zu separieren. Möglich sind ein Verkauf einzelner Bereiche oder eine eigenständige Kotierung.

Mit welchem Ziel?

Peter: Der Markt für Wärmepumpen ist besonders in den nächsten Jahren hoch interessant, das Türen- und das Heizkörpergeschäft hingegen gerade im Abschwung. Die Frage ist, ob man sich zu viele Chancen vergibt, wenn man die Wachstumsbereiche von HVAC jetzt nicht stärken und in diesem Bereich akquirieren kann. Wir denken, dass der Fokus auf das HVAC-Geschäft mit Ventilation und Wärmepumpen schnell vollzogen werden sollte, da die Börse den Türen- und den HVAC-Bereich deutlich unterschiedlich bewertet. Eine Aufspaltung würde die Bewertung von HVAC sofort erhöhen und in diesem Bereich Zukäufe zum Nutzen der Aktionäre ermöglichen.

Belimo ist ebenfalls der Baukonjunktur ausgesetzt. Beim diesem Nischenplayer sind Sie ebenfalls übergewichtet. Was zeichnet das Unternehmen aus?

Peter: Belimo ist qualitativ eines der besten Schweizer Unternehmen. Das gilt sowohl bezüglich Profitabilität als auch bezüglich Gewinnstabilität. Dazu kommt, dass die Nachfrage nach modernen Lüftungs- und Heizsystemen sowie ihrer Regelung von staatlichen Auflagen gestützt wird, die immer höhere Anforderungen an die Energieeffizienz und den Brandschutz stellen.

In beiden Fonds ist Ihr grösstes Übergewicht BKW, eine Aktie, die schon sehr gut gelaufen ist. Warum setzen Sie weiterhin auf sie?

Würmli: Wir finden BKW weiterhin spannend. 2022 erzielte das Unternehmen aufgrund der Verzerrungen beim Strompreis einen ausserordentlich hohen Handelsgewinn. Dieses Jahr wird der Handelserfolg wieder deutlich tiefer ausfallen und deshalb zu einem Gewinnrückgang führen. Doch die positiven Effekte der hohen Strompreise kommen erst noch. Da BKW einen Grossteil der Stromproduktion jeweils drei Jahre im Voraus auf Termin verkauft, werden die Einnahmen bis 2025 deutlich anziehen. Auch mittel- bis langfristig erwarten wir aufgrund der fortschreitenden Elektrifizierung weiter steigende Strompreise.

Zur Person



Martin Würmli ist seit 2016 als Portfoliomanager für Schweizer Aktien bei der Privatbank Von Graffenried tätig. Der 47-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.

Zur Person



Adrian Peter arbeitet seit 2012 als Portfoliomanager bei der Privatbank Von Graffenried. Der 55-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.
