

INTERVIEW

«Aryzta ist unsere stärkste opportunistische Position»

Martin Lehmann, Manager des 3V Invest Swiss Small & Mid Cap Fund, sieht Schweizer Wachstumswerte wie Sonova und Straumann mittelfristig weiter im Vorteil. Opportunistisch setzt er aber vor allem auf Turnaround-Geschichten, wie er im Interview erläutert.

Gabriella Hunter ✉

31.08.2022, 05.14 Uhr

Das diesjährige Börsenumfeld kostet Nerven. Nach einer kurzen Stabilisierung im Juli und Anfang August geht die ruppige Fahrt weiter. Erneut kräftig Federn lassen mussten in den vergangenen Tagen vor allem Aktien von sogenannten Quality-Growth-Unternehmen. Die Börsendarlings der letzten Dekade wurden bereits wieder als zu hoch bewertet taxiert.

Trotz volatiler Aussichten bleibt Martin Lehmann seinem Stil treu. Mit seinem 3V Invest Swiss Small & Mid Cap Fund setzt er hauptsächlich auf Gesellschaften mit guter Marktposition, starkem Cashflow und solider Bilanz – genau die Titel also, die seit Jahresanfang besonders gelitten haben. 80 bis 85% der Fondsmittel setzt er auf qualitativ hochwertige Compounder, den Rest investiert er opportunistisch. «Wir sind am meisten verletzlich durch steigende Zinsen», sagt der CEO von 3V. Die Bewertungsprämie habe sich aber verkleinert.

Im Interview äussert sich Lehmann dazu, wieso er zuletzt eine Position in Tecan aufgebaut hat und warum er das Engagement

in Lindt & Sprüngli sowie in SIG Group etwas reduziert hat. Ausserdem erklärt er, weshalb der Vertrauensaufbau bei Aryzta und Implenia aus seiner Sicht eine wichtige Rolle spielt.

Herr Lehmann, im Juli sah die Börsenwelt kurzzeitig wieder besser aus. Jetzt – spätestens mit der Rede des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell in Jackson Hole am vergangenen Freitag – scheint klar: Die Erholung ist abgeblasen, eine Kehrtwende der US-Notenbank in weitere Ferne gerückt. Wie ist Ihre Einschätzung?



«Sobald die Inflationsraten im Sinken begriffen sind, dürfte eine Gegenbewegung an den Aktienmärkten starten»: Martin Lehmann.

Quelle: ZVG

Klar, es ist ein schwieriges Jahr bisher. Im Juni haben die Börsen ein vorläufiges Tiefst erreicht. In den Sommermonaten haben wir, ausgelöst durch etwas schwächere Inflationsraten, eine starke Erholung gesehen, was gutgetan hat. Die Hoffnung, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat – die Rohstoffpreise sinken, in den Lieferketten sehen wir eine Entspannung – hat dazu verleitet, daran zu glauben, dass auch die Notenbanken bald von ihrem Zinserhöhungszyklus zurücktreten. Die Rede vom Freitag hat diesem Szenario einen Dämpfer erteilt, darum korrigiert der Markt nun.

Was bedeutet das für die nächsten Monate?

Der Handel in kleinen und mittelgrossen Werten ist weiterhin wenig liquid, was grosse Bewegungen nach unten wie auch nach oben begünstigt. Es wird da und dort Einstiegsmöglichkeiten geben. Das Börsenumfeld ist anspruchsvoll; die Inflationsbekämpfung steht im Vordergrund und bringt wohl weiter steigende Zinsen mit sich, was wiederum auf der Entwicklung der Aktienkurse lastet. Sobald die Inflationsraten im Sinken begriffen sind, dürfte eine Gegenbewegung an den Aktienmärkten starten.

Was signalisieren Ihnen die Unternehmen?

Die Halbjahreszahlen waren bisher mehrheitlich sehr gut, und die Gesellschaften schlagen sich in diesem anspruchsvollen Umfeld wacker. Bei gewissen Unternehmen hat sich gezeigt, dass sie die gestiegenen Inputkosten nur verzögert weitergeben konnten und dadurch einen Margenrückgang hinnehmen mussten. Qualitätsunternehmen können in einem solchen Umfeld ihre starke Marktposition stärken oder sogar ausbauen, indem sie zum Beispiel dank einer höheren Lieferfähigkeit Marktanteile gewinnen.

Konjunkturrell machen Sie sich weniger Sorgen?

Wir sind generell weniger konjunktursensitiv aufgestellt. Klar, mit Sonova, Straumann oder Logitech haben auch wir Portfoliounternehmen, bei denen die Konsumentenstimmung eine grössere Rolle spielt und die im Ausblick eine etwas vorsichtiger Haltung einnehmen. Aber ich glaube, mittlerweile ist eine Rezession eingepreist.

Die Frage ist nur, wie schlimm sie ausfallen wird. Wir sind am meisten verletzlich durch steigende Zinsen, da die Aktien schnell wachsender Qualitätsunternehmen mit hoher Bewertung stärker korrigieren – das wird bei einem allfälligen weiteren Zinsanstieg erneut so sein, auch wenn sich die Prämie bei den Bewertungen verkleinert hat.

In gewissen Aktien haben wir bereits Korrekturen von 40 oder 50% gesehen. Und doch deutet etwa die harsche Börsenreaktion auf leichte oder grössere Enttäuschungen bei den Medtech-Unternehmen Straumann und Sonova an, dass die Titel immer noch *priced to perfection* sind.

Das sehe ich durchaus auch. Doch gewisse Valoren wie Partners Group oder Straumann haben temporär – zwischen Mitte Juni und Anfang August – auch bereits 25 bis 30% gewonnen. Es kann also sehr schnell wieder in die andere Richtung gehen.

Haben sich die Bewertungen damit auch etwas normalisiert?

Die Bewertungen sind sicher attraktiver als Anfang Jahr. Auch wenn die harsche Korrektur nicht bedeutet, dass sie nicht noch weiter zurückgehen können. Aber auf mittlere Frist sehe ich in vielen dieser Aktien eine gute Einstiegschance. Kurzfristig ist die Ausgangslage wegen der Zinssituation sehr schwierig. Da das optimale Timing praktisch unmöglich ist, wollen wir einfach bei qualitativ hochwertigen Unternehmen dabei sein: solchen mit einer guten Marktposition, mit einem attraktiven Margenprofil, mit einer soliden Bilanz und mit der Fähigkeit, einen hohen freien Cashflow zu generieren.

Kommen wir auf Sonova zurück, eine Ihrer grössten Positionen im Fonds. Die Gewinnwarnung war eine Enttäuschung.

Ja, die Gewinnwarnung des Hörspezialisten hat viele auf dem falschen Fuss erwischt. Noch im Mai – anlässlich der Präsentation der Jahreszahlen für 2021/22 – hatte es sich anders angehört. Deswegen hat der Markt so harsch reagiert. Das zeigt: Die Visibilität kann zuweilen gering sein. Ein Grossteil der Enttäuschung gründet in der rückläufigen Nachfrage in den USA bei älteren Menschen. Das ist zweischneidig: kurzfristig eine Enttäuschung, aber es gibt oft auch einen späteren Nachholbedarf.

Wie schätzen Sie die langfristigen Perspektiven ein?

Der Investment Case ist weiterhin sehr attraktiv, die Treiber sind intakt. Spätestens ab 2023/24 werden die alten Wachstumsraten zurückkommen, und Sonova wird stärker als die Mitbewerber wachsen.

Wie schätzen Sie die ebenfalls kürzlich präsentierte neue Plattform ein? Die Börsenreaktion darauf war verhalten.

Ich würde die Reaktion nicht überbewerten. Viele Analysten waren immer noch dabei, die Schätzungen nach unten anzupassen. In der Vergangenheit waren die Lancierungen neuer Produkte jeweils sehr gut. Das ist auch jetzt nicht anders. Sonova bleibt in diesem strukturell wachsenden Segment mit Demant und GN Store Nord führend. Für uns und andere Small-und-Mid-Caps-Fonds ist das Timing aber nicht ideal: Im Herbst wird die Aktie in den Leitindex SMI aufgenommen, weswegen wir in den

nächsten Wochen zu einem schwierigen Zeitpunkt das Gewicht deutlich reduzieren müssen.

Die Aktien des Laborausrüsters Tecan, in denen Sie auch eine Position aufgebaut haben, stehen besser da. Das hat nicht zuletzt die freundliche Börsenreaktion auf die Zahlen für das erste Halbjahr gezeigt.

Der Aktienkurs von Tecan hatte sich seit dem Höchst im Oktober 2021 temporär mehr als halbiert. Der Glaube war, dass das Unternehmen als Pandemiegewinner zurück in der Normalität einbüßen werde. Der jüngste Leistungsausweis hat nun gezeigt, dass es weniger Umsatz verloren hat als prognostiziert. Tecan verfügt über eine starke Position in einem strukturell wachsenden Markt, und ich habe mich oft geärgert, dass wir den Einstieg verpasst haben.

Wieso zu diesem Zeitpunkt?

Meines Erachtens hat der Markt den Effekt der Pandemie zu stark gewichtet. Ich bin der Überzeugung, dass die operative Verlangsamung und damit auch das Tiefst an der Börse bei unter 300 Fr. hinter uns liegt.

Im Medtech-Bereich halten Sie ausserdem eine Position in Medacta. Welches Potenzial sehen Sie hier?

Medacta ist ein anderer Fall. Die Papiere des Implantatherstellers leiden etwas unter dem geringen Streubesitz und dem Mangel an Aufmerksamkeit. Doch das Unternehmen gewinnt laufend Marktanteile gegenüber den

Grossen der Branche. Zudem gibt es hier einen Nachholbedarf an Operationen, die während der pandemiebedingten Einschränkungen nicht durchgeführt werden konnten. Der Titel hatte auch stark korrigiert und ist jetzt attraktiv bewertet.

Erstaunlich gut gehalten haben sich zuletzt die Valoren des Schokoladenherstellers Lindt & Sprüngli. Sie haben die Position kürzlich etwas reduziert. Wieso?

Genau, die Performance bisher war gut. Die grosse Angst war hier wie bei so manchem Unternehmen der Druck auf der Kostenseite. Da die Preise der wichtigsten Rohstoffe im Geschäftsmodell – Kakaobohnen und Kakaobutter – stabil geblieben sind, ist Lindt & Sprüngli weniger von der Inflationsproblematik betroffen. Dies hilft der Aktie im aktuellen Umfeld. Ich habe die Position zwar leicht reduziert, weil die Bewertung nach wie vor anspruchsvoll ist, bleibe aber weiterhin positiv eingestellt. Man darf nicht vergessen: Sind die Preise einmal erhöht worden, bleiben sie es.

Andere Nahrungsmittelhersteller haben mehr unter den steigenden Preisen gelitten, der Grossbäcker Aryzta zum Beispiel. Wie sehen Sie diese Position?

Wir haben nach dem Managementwechsel im Herbst 2020 eine Position in Aryzta aufgebaut. Das Unternehmen kommt aus einer schwierigen Ecke. Das Team um Urs Jordi hat mit der Fokussierungsstrategie sowie einer konsistenten Kommunikation Vertrauen zurückgewonnen. Die operativen Fortschritte sind beachtlich. Aryzta ist zuversichtlich im Hinblick auf die Preisweitergabe. Der

Höhepunkt bei den steigenden Inputkosten könnte erreicht sein. Wichtig ist, ob die Aussaat für den Winterweizen in der Ukraine gemacht werden kann.

Es geht hier also weiterhin vor allem um eine erfolgreiche Trendwende?

Ja, Aryzta ist ein «Wiederentdeckungsfall». Die ambitionierten Mittelfristziele sind in einem sehr schwierigen Umfeld gesetzt worden. Seither hat sich die Situation im Hinblick auf die Kostenentwicklung tendenziell eher verbessert. Sofern Aryzta weiterhin liefert, werden die Analysten nicht darum herumkommen, ihre Einschätzungen zu erhöhen, und somit wird der Titel für institutionelle Anleger vermehrt in Frage kommen. Und wenn das geschieht, dann hat er noch massives Potenzial.

Auch auf dem jetzigen Niveau, nachdem in den Aktien ja schon einiges gegangen ist?

Ja. Der Turnaround verläuft erfreulich. Der Fall Aryzta zeigt, was ein gutes Management mit einer schlüssigen Strategie ausmacht. Es ist wichtig, dass sich das Unternehmen jetzt auf Europa und Asien konzentriert. Die Bilanzqualität ist auf dem Weg der Besserung, die Dividendenfähigkeit wird in Aussicht gestellt und das teure Fremdkapital reduziert. Da gibt es sicher noch Rückenwind, wenn das gelingt. Es könnte ein Name werden, der eine deutlich höhere Bewertung verdient hat. Aryzta ist unsere stärkste opportunistische Position.

Sehr viel hängt von Präsident und CEO Urs Jordi ab. Ist das nicht auch ein Risiko?

Ich bin in diesem Fall pragmatisch, was das Doppelmandat angeht. In der aktuellen Situation von Aryzta macht es aus meiner Sicht absolut Sinn.

Apropos Vertrauensaufbau: Eine weitere opportunistische Position haben Sie im Bauunternehmen Implenia eröffnet.

Implenia ist eine ganz neue Portfolioposition, und ich habe mich zunächst etwas schwergetan. Die Reputation und der Leistungsausweis sind schlecht. Vor allem zwei Dinge waren in der Vergangenheit problematisch: Erstens hat Implenia viele Projekte angenommen, und in diesem tiefmargigen Geschäft resultiert schnell ein hoher Verlust, wenn etwas nicht nach Plan verläuft. So hat das Unternehmen auch im Ausland viel Geld verloren. Zweitens ist die tiefe Eigenkapitalquote problematisch. Viele fürchteten eine baldige Kapitalerhöhung. Was diese Sorge für einen Titel bedeutet, sehen wir jetzt bei Zur Rose.

Was war für Ihr Investment schliesslich ausschlaggebend?

CEO André Wyss leistet sehr gute Arbeit. Er hat aber wahrscheinlich die Zeit etwas unterschätzt, die es braucht, bis die Altlasten in der Projektpipeline bereinigt sind. Doch mit dem neuen Ansatz haben die Anleger Sicherheit, dass das Unternehmen nicht jeden Auftrag annimmt, und so ist auch die Entwicklung des Betriebsgewinns weiter als erwartet. Die Eigenkapitalquote geht mit 16% in die richtige Richtung, und in der Landbank hat das Unternehmen noch sehr viele stille Reserven. Gleichzeitig haben die Analysten allesamt weiterhin eine «Hold»-Empfehlung, und sie bleiben auch nach der ermutigenden Entwicklung in den letzten Monaten eher skeptisch. Die

Bewertung ist auf einem wirklich tiefen Niveau. Daraus ergibt sich die Chance, dass solche Titel wiederentdeckt werden.

Was schlechte Kommunikation und ein Mangel an Vertrauen anrichten können, sieht man auch beim IT-Dienstleister SoftwareOne. Dennoch haben Sie Ihre Position sogar erhöht. Wieso?

Das ist ein klarer Fall einer sehr schlechten Finanzmarktkommunikation. Seit dem Börsengang im Oktober 2019 musste das Unternehmen zwei Mal das Margenziel deutlich reduzieren. Viele Anleger haben den Bittel nach dem markanten Minus Anfang März bei der Präsentation der Jahreszahlen für 2021 hingeworfen. Ich habe das Gegenteil gemacht und die Position im Zuge eines Rebalancing aufgestockt. Und ich fühle mich durch den sehr guten Zahlenausweis für das erste Halbjahr bestätigt: Die Treiber des Investment Case sind absolut intakt. Die Bewertung hat aus meiner Sicht gegen unten massiv überschossen. Ich sehe da das Potenzial einer Neubewertung und glaube, das Abwärtsrisiko ist auf dem jetzigen Niveau minim.

Haben Sie das Gefühl, das Management hat aus diesen Vorkommnissen gelernt?

Ja, ich glaube, sie haben etwas gelernt. Aber in einem solchen Fall – Strategiewechsel bereits kurz nach dem IPO und verpasste Ziele – ist der Markt sehr ungnädig. Mich stört, dass die Gesellschaft nicht schon ein Aktienrückkaufprogramm angekündigt hat. Denn die Bilanzqualität ist gut, und das wäre ein Zeichen gewesen,

dass man die Aktien für unterbewertet hält und Vertrauen in das Geschäftsmodell hat.

Bleiben wir im Tech-Segment. Wie ist die Situation beim Spezialisten für Computerperipheriegeräte Logitech?

Logitech ist ein absolutes Qualitätsunternehmen mit einer attraktiven Bewertung: starker Cashflow, gesunde Bilanz, herausragende Marktposition. Ich glaube an diese Position. Aber die Aktien werden gegenwärtig sehr stark in einem Konsumgüterumfeld betrachtet, das sich eingetrübt hat und unter dem auch Sonova und Straumann leiden.

Die Zahlen scheinen den Eindruck zu stützen, dass sich das Umfeld eintrübt.

Klar. Man muss einfach bedenken, dass die Aktien seit Mitte 2021 rund 60% an Wert verloren haben. Sie notieren wieder auf dem Niveau von vor der Pandemie. Da ist mittlerweile schon sehr viel Negatives eingepreist. Und der Vorteil des Geschäftsmodells ist ja, dass Logitech breit aufgestellt ist, was die Anwendungen angeht. Aber um aus dieser negativen Ecke herauszukommen, braucht es einen Auslöser, und den sehe ich momentan nicht.

Apropos Momentum. Die Titel des Verpackungsspezialisten SIG Group haben sich zuletzt schön entwickelt. Was steckt dahinter?

SIG hat zwei Übernahmen durchgeführt. Zuletzt noch die von Scholle IPN. Am Investorentag im Juni konnte das Management glaubhaft aufzeigen, dass die Transaktion sinnvoll und komplementär ist, denn der Markt war

zunächst sehr skeptisch. Erstens ist der Zukauf eher teuer und margenverwässernd, zweitens ist es ein anderes Geschäftsmodell, als SIG bisher verfolgt.

Wie geht es jetzt weiter?

Ich halte den Investment Case für attraktiv. Das Geschäftsmodell im Bereich täglicher Bedarfsgüter ist widerstandsfähig und nicht konjunktursensitiv. Die Halbjahreszahlen haben diese Einschätzung bestätigt. Der Aktienkurs ist Anfang Jahr als erste Reaktion auf die Ankündigung der Transaktion getaucht, aber das wurde jetzt wettgemacht. Wir hielten zeitweise eine sehr grosse Position, nachdem wir die Kapitalerhöhung mitgemacht hatten. Im Juli haben wir sie leicht getrimmt, aber nicht aus fundamentalen Gründen.

In Ihrem Portfolio finden sich auch ein paar «Sonderfälle»: Sulzer und Medmix oder Cembra.

Bei Sulzer und Medmix ist die Situation sehr schwierig. Viktor Vekselberg wirkt mit seinem grossen Anteil abschreckend. Wenn sich hier eine Lösung abzeichnen würde, dann hätten beide Aktien ein enormes Aufholpotenzial. Cembra hat sich bisher gut gehalten, wobei die Dividendenrendite stützend wirkte. Jetzt muss sich zeigen, wie das neue Kreditkartenprodukt Certo bei den Kunden ankommt.

Also ist Cembra einfach ein Geduldsspiel?

Ja, bei Cembra musste man jetzt einfach ein Jahr warten, weil der Markt im letzten Sommer mit dem Ende der Migros-Partnerschaft völlig auf dem falschen Fuss erwischt wurde. Aber die Erwartungshaltung war bisher überzogen negativ. Seit Anfang Jahr ist die Performance – inklusive der Dividende – gut. Spannend wird jetzt sein, wie viele Kunden gehalten werden können. Die sich eintrübende Konjunktur ändert daran wenig. Kreditausfälle sind kaum ein Thema, das zeigt der Vergleich mit den letzten Krisen.

Die grössten Positionen des 3V Invest Swiss Small & Mid Cap

Unternehmen	Fondsgewicht, in %
Sonova	6,21
Lindt & Sprüngli	5,57
Straumann	4,85
Aryzta	4,52
Kühne + Nagel	4,45
Also	4,39
Cembra Money Bank	4,24
Schindler	4,01
Logitech	3,79
SIG Group	3,75

Das Fund ist

Zur Person



Martin Lehmann

Martin Lehmann (41) managt seit 2016 den 3V Invest Swiss Small & Mid Cap Fund. Er war mehrere Jahre für UBS tätig, bevor er 2008 in die 3V Asset Management eintrat. 2015 übernahm er den Vermögensverwalter via Management Buyout. 3V verwaltet in ihrem Fonds aktuell 117 Mio. Fr. und verfolgt einen High-Conviction-Ansatz: Der Fonds investiert vorwiegend in hoch qualitative mittelständische Schweizer Unternehmen und beschränkt sich typischerweise auf dreissig Positionen.

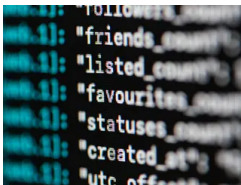


HINTER DER HEADLINE

Klares Signal aus Jackson Hole

Fed-Chef Jerome Powell sieht im Kampf gegen die Inflation noch lange kein Ende. Wie er am Freitag bekräftigt hat, nimmt er zur Dämpfung der Teuerung auch eine Rezession in Kauf. Für Aktien sind das keine guten Nachrichten.

Christoph Gisiger ✉ 27.08.2022



HINTER DER HEADLINE

SoftwareOne hat sich stabilisiert

Der IT-Wiederverkäufer hat im ersten Halbjahr etwas besser als erwartet gearbeitet. Trotz der deutlichen Kursavance am Donnerstag bleibt die Unterbewertung bestehen.

Giorgio Müller ✉ 25.08.2022



ANALYSE

Welches Potenzial in Aryzta steckt

Vom Sorgenkind zum Darling: Der Grossbäcker hat in der Börsenwahrnehmung einen erstaunlichen Wandel hinter sich. Nach dem Turnaround folgt nun der Aufbau. Damit sind die Aktien eine Wette auf das Management.

Gabriella Hunter ✉ 20.07.2022



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.