

INTERVIEW

## «Cembra Money Bank ist unser Reopening Trade»

Martin Lehmann, Manager des 3V Invest Swiss Small & Mid Cap Fund, erläutert, wie er auf die Wiedereröffnung der Wirtschaft setzt, warum er in Arysza eine Opportunität sieht und Logitech seine grösste Position bleibt.

Andreas Kälin

04.03.2021, 04.28 Uhr



«Zu 80% investiert der 3V-Fonds in Qualität und Wachstum. Eine Quote von maximal 20% steht für Spezialfälle offen», sagt Martin Lehmann, Manager des 3V Invest Swiss Small & Mid Cap Fund.

Bild: ZVG

Ungeachtet der jüngsten Börsenturbulenzen bleibt Martin Lehmann zuversichtlich. Der Manager des 3V Invest Swiss Small & Mid Cap Fund hält speziell an der Position in Logitech fest. Die Aktien, die zu den grossen Pandemiegewinnern zählen, haben seit dem Höchst vor zwei Wochen ein Neuntel an Wert verloren, da die Anleger sich auf ein Ende der Lockdowns einstellen und umschichten.

Auch der 3V-Fonds antizipiert ein Reopening und hat jüngst die Position in Cembra Money Bank ausgebaut. Der Finanzwert zählt notabene auch zur Kategorie der Value-Titel – was aber nicht bedeutet, dass Lehmann seinem Stil untreu wird. Er steht zu seiner Anlagephilosophie, die vor allem auf Qualität und Wachstum setzt.

Ein Fünftel des Fondsvolumens steht für Spezialfälle offen: Lehmann hat dies genutzt, um eine Position in Arysza aufzubauen. Ein Gespräch mit dem neuen Chef des kriselnden Backwarenkonzerns hat ihn von den Chancen auf einen Turnaround überzeugt.

Herr Lehmann, die Aktien des Computerzubehörherstellers Logitech hatten am Dienstag letzter Woche zeitweise fast 10% verloren. Inzwischen haben sie sich etwas erholt. Beunruhigen Sie solche Ausschläge?

Nein, gar nicht. Angesichts steigender Zinsen und der Hoffnung auf die Aufhebung von Coronarestriktionen sind Wachstumswerte und sogenannte Stay-at-Home-Aktien etwas zurückgestutzt worden. Ein Beispiel dafür sind eben Logitech. Aber Anfang dieser Woche haben sie schon wieder positive Impulse erfahren, nachdem das Management am Investorentag seine Wachstums- und Gewinnziele für das laufende Geschäftsjahr und längerfristig angehoben hatte. Ich sage es immer wieder, Logitechs Valoren sind sehr gut gelaufen, aber der Gewinn steigt mindestens gleich stark.

Was bedeutet, dass die Logitech-Aktien trotz der Kursverdreifachung nach dem

pandemiebedingten Einbruch vor einem Jahr keine Bewertungsexpansion erfahren haben.

Ja, die Bewertung hat sich nicht erhöht.

Logitech zählt zu den Pandemiegebern. Für die zweite Jahreshälfte wird aber erwartet, dass das Umsatzwachstum infolge der sehr starken Vorjahresbasis zurückgehen könnte.

## Logitech N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/2575132-4-1](#))



Intra 1W 3M 1J Max

Es stimmt, dass der Analystenkonsens von einem demnächst rückläufigen Umsatz bei Logitech ausgeht. Aber ich sehe darin kein Problem. Vielmehr halte ich es für eine starke Leistung der Organisation, dass sie die letztjährige und enorme Nachfrage nach ihren Produkten bedienen konnte, auch wenn es etwa bei Webcams Wartefristen gegeben hat. Mir ist es wichtig festzuhalten, dass die strukturellen Veränderungen, von denen Logitech profitiert, nicht von der Pandemie ausgelöst wurden. Die Krise hat sie nur verstärkt.

Die Wachstumstreiber von Logitech bleiben intakt?

Ja, den Trend zu Home Office hat es doch schon vor der Pandemie gegeben. Und das Video Conferencing wird wichtig bleiben, denn die Unternehmen können damit Reisekosten senken. Auch E-Sport respektive das Gaming ist ein Megatrend, der sich fortsetzen wird. Nicht vergessen darf man, dass Logitech über eine starke Bilanz mit einem Nettobarbestand verfügt. Es ist Substanz vorhanden. Darum wird Logitech die grösste Position im Fonds bleiben.

Haben Sie grundsätzlich keine Angst vor dem sogenannten Reflation Trade und höheren Anleihenrenditen, die letztlich auf die Aktienbewertungen drücken werden?

Ich fürchte und erwarte nicht, dass die Zinsen durch die Decke gehen. Es ist mir klar, dass die Erwartung eines nahenden Pandemieendes und danach eines starken Konsumwachstums das Verhalten der Investoren beeinflusst. Wir reden momentan alle vom Reopening. Doch ich habe das Gefühl, dass viele Aktien, die davon grundsätzlich profitieren, schon sehr viel von einer Erholung eingepreist haben, wie die Titel des Reisedetailhändlers Dufry. Die sind bereits etwas heissgelaufen. Aber wir setzen auch auf ein Reopening, indem wir zum Beispiel letzte Woche die Position in Cembra Money Bank ausgebaut haben.

Mit Cembra Money Bank setzen Sie im Grunde auch auf eine Value-Aktie?

## Cembra N

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/22517316-4-1)



Intra 1W 3M 1J Max

Ja, es ist auch eine Value-Aktie, aber nicht nur. Der Jahresabschluss des Instituts belegt, dass Kreditkarten sehr häufig benutzt werden. Für Cembra Money Bank ist es aber noch lukrativer, wenn die Klientel die Kreditkarten im Ausland einsetzt. Das ist derzeit natürlich nur beschränkt der Fall. Meine These lautet, dass die Kreditkartenkommissionen der Bank schnell und stark steigen, sobald die Leute wieder reisen und in die Ferien gehen können.

Das Kreditkartengeschäft ist ein zentraler Teil von Cembra Money Bank.

Es ist ein sehr wichtiger Teil, ja. Den anderen Teil bilden die Privatkredite, nach denen es momentan auch keine grosse Nachfrage gibt. Das Gute ist, dass Cembra Money Bank sehr wenige Kreditausfälle zu verzeichnen hat. Das war auch in der Finanzkrise von 2008 so, die Bank hatte sie ebenfalls relativ unbeschadet überstanden. Für mich ist Cembra Money Bank nun ein Reopening Trade. Mit anziehender Reisetätigkeit und dadurch steigenden Kreditkartenkommissionen könnte die Aktie rasch einmal das frühere Kurshoch erreichen, was ein Potenzial um 20% impliziert. Cembra Money

Bank ist, neben dem Privatmarktspezialisten Partners Group, der einzige Finanzwert in unserem Fonds.

Aber dass Sie mit Cembra Money Bank auch auf einen Value-Titel setzen, impliziert nicht einen gewissen Wechsel des Anlagestils, angesichts der hohen Bewertungen von Qualitäts- und Wachstumswerten?

Nein, gar nicht. Zu 80% investiert der 3V-Fonds in Qualität und Wachstum. Eine Quote von maximal 20% steht für Spezialfälle offen, wo wir opportunistisch agieren. Was den Value-Stil angeht, meine ich, wer zu stark darauf setzt, läuft immer auch Gefahr, in eine Value-Falle zu tappen. Dann setzt man auf Titel, die günstig aussehen, weil zum Beispiel allein der Brandversicherungswert der Gebäude oder der Messehallen in der Bilanz das x-Fache des Börsenwerts ausmacht. Aber was nützt das, wenn solche Hallen leer stehen und nicht ausgelastet sind?

Wo sehen Sie Qualität?

Bei besagten rund 80% des Fondsvolumens setzen wir auf Qualitätsunternehmen, die ein strukturelles Wachstumspotenzial aufweisen. Wir bezeichnen das als GARP, Growth at a Reasonable Price. Klassiker nach dieser Definition sind etwa der Zahnimplantathersteller Straumann oder eben Logitech.

Ist es noch vernünftig, Aktien zu kaufen, die wie Lindt & Sprüngli oder Straumann zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von über 40 oder über 50 gehandelt werden?

Wir können natürlich darüber diskutieren, was vernünftige Preise sind. Aber im Fall von Qualitätsaktien wie Lindt & Sprüngli und Straumann oder unter

den SMI-Titeln etwa Geberit hätten wir solch eine Diskussion zu jedem Zeitpunkt führen können. Sie sahen immer schon teuer aus und sind trotzdem gestiegen. Wir müssen einfach einkalkulieren, dass wir in einer sehr speziellen Zeit leben, hinsichtlich der expansiven Geldpolitik und des Tiefzinsumfelds.

Vor empfindlichen Kursrückschlägen bei so hoch bewerteten Valoren haben Sie keine Angst?

Qualität kann auch leiden, vorübergehend. Es ist ein Fakt, dass man mit jedem Anlagestil dann und wann eine Periode hat, in der man schlechter performt als die Benchmark. Das ist so. Vor einem Jahr brachen auch die Qualitätstitel ein. Aber ab dem Frühling sind sie rasch aufgestanden. Qualitätsunternehmen zeichnen sich dadurch aus, dass sie gestärkt aus Krisen herauskommen. Denn sie halten unabhängig vom Geschäftsgang ihre Entwicklungen hoch, investieren weiter und können den Kunden in der Krise noch Zugeständnisse machen. Damit bauen sie den Abstand zu Mitbewerbern aus, speziell zu denjenigen, die schon halb krank in die Krise hineinkamen.

In Ihrem Anlageuniversum, das sich hauptsächlich auf Schweizer Small und Mid Caps konzentriert, finden Sie eine genügende Auswahl vor?

In der Schweiz sind wir gesegnet mit vielen sehr guten Unternehmen, auch in den Reihen hinter den Grossen wie Nestlé, Roche oder Novartis. Es gibt viele mittlere und kleinere Gesellschaften, die sehr innovativ sind, auch weil sie der starken Frankenwährung nur mit Innovationen begegnen können. Wir dürfen durchaus stolz sein auf all die hervorragenden Unternehmen, die wir beheimaten.

Im Vordergrund steht derzeit die Halbleiterindustrie, die der Nachfrage gar nicht nachkommen kann. In der Schweiz gibt es einige führende Zulieferer, wobei Sie

gemessen an der Gewichtung im Fonds Comet gegenüber VAT vorziehen, obwohl Erstere doch weniger Qualität bietet?

Beide Titel sind im Fonds vertreten. Wir haben im letzten Jahr Comet zulasten von VAT weiter aufgestockt. Comet war in der Vergangenheit strategisch etwas fehlgeleitet. Im April 2019 wurde Heinz Kundert in einer Kampfwahl ganz knapp zum VR-Präsidenten gewählt, er übernahm zeitweise auch das Amt als CEO. So war klar, dass das verlustbringende Ebeam-Geschäft abgestossen und der Fokus verstärkt auf die Halbleiterindustrie gelegt würde. Wir sahen bei Comet nach dem Führungswechsel und wegen des Margenerholungspotenzials bessere Kurschancen als bei VAT, wobei aber beide Valoren sehr gut gelaufen sind.

Damals, 2019, stand bei Comet neben Kundert der deutsche Professor Christoph Kutter zur Wahl als VR-Präsident. Wäre das Unternehmen mit Kutter nicht einen ähnlichen Weg gegangen wie jetzt?

## Comet N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/36082699-4-1](#))



Intra 1W 3M 1J Max



Die Wahl von Kundert, zuvor CEO von VAT, war für uns zentral. Er ist in der Halbleiterindustrie unglaublich gut vernetzt und kennt mit seinen Kontakten die Endkunden bestens. Die Alternative zu ihm wäre ein Professor gewesen, der den Halbleitermarkt kaum so gut kennt. Ich wäre nicht eine so hohe Position in Comet gefahren, wenn damals statt Kundert der offizielle Kandidat des Verwaltungsrats gewählt worden wäre.

Der 3V-Fonds investiert auch in LafargeHolcim. Die Aktien des Zementherstellers sind bei Analysten unglaublich beliebt, haben aber dennoch Mühe, richtig vom Fleck zu kommen. Ist der Grund dafür die Problematik im Bereich ESG, also die Erfüllung von Nachhaltigkeitskriterien?

Das ist eine gute Erklärung für die Zurückhaltung der Anleger gegenüber den LafargeHolcim-Aktien. ESG ist auch für uns Fondsmanager ein sehr wichtiges Thema.

Spüren Sie denn Druck von Ihren Investoren, ESG-konform anzulegen?

Intra 1W 3M 1J Max

Ja, wir spüren diesen Druck in hohem Masse, vor allem vonseiten der Pensionskassen, die teilweise sehr stark reglementiert sind. Aber ich bin ein Verfechter des Best-in-Class-Ansatzes. So ist klar, dass die Zementproduktion einen hohen CO<sub>2</sub>-Ausstoss hat. Aber LafargeHolcim ist verglichen mit den Mitbewerbern wie HeidelbergCement eben führend, was die Erfüllung von ESG-Kriterien anbelangt. LafargeHolcim hat das Thema angegangen, auch durch die Emission einer Anleihe, die mit ESG-Kriterien verknüpft ist. Verfehlt der Konzern gewisse CO<sub>2</sub>-Ausstossziele, muss er zur Strafe einen höheren Coupon zahlen.

Aber deswegen muss LafargeHolcim noch nicht eine gute Aktienanlage sein?

Auch in diesem Fall spielt das Management eine wichtige Rolle für uns. Ich habe eine hohe Meinung von CEO Jan Jenisch. LafargeHolcim schaffte es über viele Jahre nicht, die Kapitalkosten zu verdienen. Unter Jenisch scheint sich das nachhaltig zu ändern, für mich ein zentraler Faktor. LafargeHolcim hat Anfang Jahr auch angekündigt, mit dem Kauf von Firestone Building Products ins Geschäft mit Flachdachsystemen einzusteigen. Da geht es um die Isolierung von Dächern, was aus ESG-Perspektive vorteilhaft ist. Zweitens ist es ein kapitalarmes Geschäft, was helfen sollte, die Rendite auf das investierte Kapital zu erhöhen und die Kapitalkosten zu verdienen.

Zur 20%-Quote, die Sie in Ihrem Fonds für Spezialfälle vorgesehen haben. Welche Opportunitäten haben Sie jüngst noch ausgemacht?

## Aryzta N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/4323836-4-1](https://themarket.ch/aktien/no-region/no-list/4323836-4-1))



Intra 1W 3M 1J Max

Wir haben im Dezember und im Januar opportunistisch eine Position in Aryzta aufgebaut, sie macht etwas mehr als 2% unseres Fondsvolumens aus.

Unserem Qualitätsanspruch wird sie zurzeit nicht gerecht. Nach langem Missmanagement ist die Bilanz des Backwarenherstellers weit davon entfernt, solide zu sein. Aber wir hatten ein längeres Gespräch mit dem neuen VR-Präsidenten und CEO Urs Jordi. Er konnte gut aufzeigen, wie sich relativ einfach viele überflüssige Kosten aus dem Konzern herausnehmen lassen. Zweitens glaube ich, dass es ihm gelingen wird, das Nordamerikageschäft bald zu einem vergleichsweise guten Preis zu verkaufen. Damit wird sich die Qualität der Bilanz verbessern, von ganz schlecht zu einiges weniger schlecht. Ich glaube, im Markt werden die erwähnten Effekte noch unterschätzt.

Einer der Börsenüberflieger im vergangenen Jahr war die Versandapotheke Zur Rose, für Sie keine Gelegenheit?

Das Geschäftsmodell von Zur Rose ist attraktiv, grundsätzlich sehe ich die Anlagestory. Aber wie sich der Aktienkurs entwickelt hat, ist zu extrem. Wir haben die Bewertungen eben schon auch im Blick. Die angelsächsischen Investoren haben den Kurs von Zur Rose so stark nach oben getrieben. Sie nehmen andere Bewertungsmaßstäbe zur Hand als wir und haben gesehen, dass Amazon zum 3- oder 4-Fachen des Umsatzes gehandelt wird und Zur Rose, wenigstens vor einem Jahr, zu weniger als dem 1-Fachen. So wurde die Aktie gepusht, auch wenn Zur Rose noch Verlust schreibt.

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

<b>Unternehmen</b>	<b>Branche</b>	<b>in % des Fonds</b>
Logitech	Computerzubehör, Software	8,24
Comet	Technologie, Halbleiterausrüster	6,15
Also	IT-Dienstleistungen	4,75
Schindler	Aufzüge, Fahrtreppen	4,34
Lindt & Sprüngli	Nahrungsmittel	4,23
SIG Combibloc	Verpackungsmaterial, -systeme	4,05
Sika	Spezialitätenchemie, Bauprodukte	3,99
Straumann	Zahnimplantate	3,94
Temenos	Bankensoftware	3,87
Partners Group	Vermögensverwalter	3,82
Interroll	Fördertechnik, Lagerlogistik	3,81
VAT Group	Vakuumventile, Halbleiterausrüster	3,54

Tabelle: themarket.ch • Quelle: 3V Invest Swiss Small & Mid Cap Fonds • Erstellt mit [Datawrapper](#)

## Zur Person



### Martin Lehmann

Martin Lehmann (40) 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.

---