

INTERVIEW

«Logitech haben wir nach dem Kursrückschlag nachgekauft»

Manuel Bottinelli, Fondsmanager bei AMG, schätzt die plausible Kommunikation des Managements von Logitech und setzt trotz Risiken auf AMS sowie Arysza. Bei den Aktien von Pharmazulieferern ist ihm dagegen mulmig zumute.

Andreas Kälin

12.08.2021, 03.04 Uhr



AMG-Fondsmanager Manuel Bottinelli ist der Meinung, eine Eigenkapitalquote von 30 bis 50% sei für ein Unternehmen «aus ökonomischer Sicht optimal».

Bild: ZVG

Die Welt schaut auf die US-Börsen, die von einem Höchst zum nächsten jagen. Langfristig noch besser gelaufen sind aber die kleineren und mittleren Schweizer Werte: In dieses Segment investieren die Fonds AMG Schweizer Perlen und AMG Substanzwerte Schweiz, für die Manuel Bottinelli verantwortlich zeichnet.

Der Fondsmanager ist der Ansicht, dass die Aktienbewertungen in der Schweiz «insgesamt noch einigermaßen vernünftig» sind. Für teuer hält er die Titel von Pharmazulieferern: Bei Bachem wartet er nur darauf, dass das Momentum dreht, um den Verkaufsknopf zu drücken. Logitech hält er die Stange: Er kann gut nachvollziehen, warum der Computerzubehörhersteller zuletzt einen negativen operativen Cashflow ausgewiesen hat.

Mit Blick auf das Zinsumfeld und den Fonds AMG Substanzwerte Schweiz sagt Bottinelli, dass es in absehbarer Zeit einen Trendwechsel geben könnte, «zugunsten von Value-Aktien, die von steigenden Zinsen profitieren würden».

Herr Bottinelli, Sie spezialisieren sich auf Schweizer Small und Mid Caps und damit auf ein Segment, das Ihren Präsentationen zufolge langfristig besser als die US-Börsen, sogar besser als die im Nasdaq versammelten Technologiewerte gelaufen sein soll.

Das stimmt je nach Zeitraum tatsächlich. Selbst in der Schweiz unterschätzen die Anleger immer noch, wie spannend unser Aktienmarkt ist. Wir bereinigen unsere Performanceberechnungen um die Währungseinflüsse, um Äpfel mit Äpfeln vergleichen zu können. Berücksichtigt man die Aufwertung des Frankens, haben die kleinen und mittleren Schweizer Titel über die letzten zwanzig Jahre gesehen besser abgeschnitten als der breite US-Markt.

Auch im Vergleich zum Nasdaq?

In Franken sind die kleinen und mittelgrossen Unternehmen, gemessen am SPI Small Cap oder am SPI Extra, über die letzten zwanzig Jahre besser gelaufen als die Technologieindizes Nasdaq Composite und Nasdaq-100. Man sieht aber auch, dass es bei den Schweizer Small Caps etwa im Jahr 2018 zu einem Bruch gekommen ist. Seither haben die Nachfrage und damit die Kursdynamik in diesem Segment nachgelassen.

Wie ist dieser Umstand zu erklären?

Es sind wohl verschiedene Faktoren, weshalb die Nachfrage nach den kleinen Schweizer Werten abgenommen hat. Ein Grund dafür dürfte sein, dass in diesem Nischensegment, auch aus regulatorischen Gründen, die Abdeckung der Unternehmen durch Analysten und Broker zurückgegangen ist. Dadurch sinkt die Aufmerksamkeit der Anleger für die Small Caps. Man muss sehen, dass in der Schweiz Analysten beträchtlichen Einfluss auf die Entwicklung von Aktienkursen ausüben.

Sie führen mit dem AMG Substanzwerte Schweiz und dem AMG Schweizer Perlen zwei Fonds, die unterschiedlich ausgerichtet sind. Der erste fokussiert auf unterbewertete Value-Aktien, der zweite mehr auf Wachstumstitel. Geht das gut, bzw. hat nicht jeder Fondsmanager einen Anlagestil, mit dem er sich besonders wohlfühlt?

Wichtig ist, dass beide Fonds dasselbe Anlageuniversum aufweisen. Das sind rund 200 Titel aus dem Schweizer

Small- und Mid-Cap-Segment. Unser Team fokussiert sich darauf.

In den letzten Jahren haben Wachstumswerte und damit auch der AMG Schweizer Perlen weit besser performt als der AMG Substanzwerte Schweiz mit Fokus auf Value-Aktien. Wird das noch länger so bleiben?

Dazu gibt es verschiedene Meinungen. Das Zinsumfeld hat die Wachstumswerte unterstützt. Seit der Finanzkrise befinden wir uns in einer einmaligen Situation, insofern, als die Zinsen nur eine Richtung gekannt haben, nämlich nach unten. Aber jetzt scheinen sie doch eine Talsohle erreicht zu haben. Es kann sein, dass wir in den nächsten Jahren einen Trendwechsel erleben, zugunsten von Value-Aktien, die von steigenden Zinsen profitieren würden.

Value-Aktien benötigen höhere Zinsen für eine bessere Performance. Worauf schauen Sie da, auf die nominalen Zinsen oder auf die realen, die die Inflationsrate einbeziehen?

Theoretisch sind, wenn man Aktien nach der Discounted-Cashflow-Methode bewertet, die realen Zinsen entscheidend. In der Realität werden aber häufig auch die nominalen verwendet, am Ende ist es wohl eine Mischung. Um die Aktienkurse zu bewegen, reicht es auf jeden Fall schon, wenn die nominalen Zinsen steigen. Das hat sich dieses Jahr gezeigt, als die Kursschwankungen bei den Wachstumswerten des Nasdaq stark zunahmen, nachdem die Renditen auf den Anleihen gestiegen waren.

Erwarten Sie bald eine Korrektur an den Börsen?

Wenn wir ehrlich sind, hat der Markt schon länger eine zumindest kleine Korrektur erwartet. Im Nachhinein sind wir aber froh, haben wir uns entschieden, voll investiert zu bleiben. Wenn die Renditen der zehnjährigen US-Staatsanleihen allerdings nachhaltig und deutlich über 2 oder gar 3% gehen würden, hätte das natürlich massive Auswirkungen auf die Aktienbewertungen. Die Frage bleibt, ob und wann es dazu kommt.

Die grössten Positionen des AMG Schweizer Perlen

Unternehmen	Branche	in % des Fonds
Logitech	Computerzubehör	5,0
Dätwyler	Industrieprodukte	4,2
Arbonia	Gebäudezulieferer	4,0
Belimo	Heizungs-, Lüftungs-, Klimatechnik	3,9
SFS	Industriekomponenten, Baubedarf	3,8

Der AMG Schweizer Perlen investiert insbesondere in Wachstumspapiere. Sie sind zum Teil aber schon exorbitant hoch bewertet.

In der Schweiz sind die Bewertungen insgesamt noch einigermaßen vernünftig. Aber es gibt Ausreisser nach oben, wo auch ich nicht mehr weiss, wer diese Titel noch kaufen soll.

Zum Beispiel?

Bachem N-B-

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/1253020-4-1](#))



Intra 1W 3M 1J Max

Der AMG Schweizer Perlen hat eine 1,5%-Position im Pharmazulieferer Bachem. Sie war schon viel grösser, aber wegen des Rückschlagsrisikos haben wir sie deutlich verringert. Die Aktien von Bachem sind inzwischen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis um die 80 bewertet, da ist mir schon mulmig zumute. Eigentlich bin ich ständig bereit, den Verkaufsknopf zu drücken.

Worauf warten Sie?

Ich warte nur, bis das Momentum dreht.

Und woran erkennen Sie, dass es dreht?

Wenn die Ergebnisse unterhalb der Markterwartungen ausfallen, etwa das Halbjahresergebnis, das Bachem am 27. August veröffentlichen wird. Ein Wendepunkt wäre für mich auch, wenn die Analysten, die über die letzten eineinhalb Jahre ihre Kursziele für Bachem ständig erhöht

und Fantasie in den Titel gebracht haben, kritischer würden. Bachem hat von der Pandemie profitiert, wie viele andere Zulieferer der Pharmaindustrie. So sind auch die Aktien von Lonza und Siegfried oder diejenigen des Laborausrusters Tecan sehr hoch bewertet. Ist die Pandemie aber einmal vom Tisch, könnte es gut sein, dass es an der Börse zu einer Rotation kommt und die Anleger sich umorientieren.

Die grösste Position im AMG Schweizer Perlen ist diejenige in Logitech, dem Hersteller von Computerzubehör. Nach dem letzten Quartalsbericht im Juli sind die Valoren gleichentags um 10% gefallen. Wäre das nach der Momentumtheorie nicht ein guter Zeitpunkt, um abzubauen?

Logitech N

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



Intra 1W 3M 1J Max

Für den Kursrückschlag war aus meiner Sicht ausschlaggebend, dass Logitech für das letzte Quartal einen negativen operativen Cashflow ausgewiesen hat. Davor ist sie jahrelang durch eine sehr gute Cashflow-Generierung

hervorgestochen. CEO Bracken Darrell hat aber gut begründen können, warum der Cashflow rückläufig gewesen ist: Zum einen hat das Unternehmen gezielt Lagerbestände aufgebaut, wegen der Knappheit an Materialien und Komponenten. Zum anderen hat es zuletzt die Steuern einmalig für das gesamte Jahr bezahlt statt verteilt über vier Quartale.

Der Computerzubehörspezialist hat ebenfalls von der Pandemie profitiert, die Wachstumsraten werden nun aber deutlich zurückgehen.

Es dürfte nun etwas schwieriger werden, rein mit Blick auf die Anlegerpsychologie. In den nächsten drei Quartalen könnten die Wachstumsraten von Logitech ein negatives Vorzeichen haben. Nachdem ihre Produkte im letzten Jahr auf eine riesige Nachfrage trafen, fragt man sich nun, wo die neue Basis sein wird. Das sorgt für Unsicherheit. Andererseits verfügt das Unternehmen über eine Nettoliquidität von 1,5 Mrd. \$ und eine Eigenkapitalquote von 59%. Zudem sind die Aktien von der Bewertung her sehr interessant, mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 24 bzw. von 22, wenn man die Nettoliquidität herausrechnet. Ich habe nach dem Quartalsbericht bei Logitech ein bisschen nachgekauft, weil ich den Kursrückschlag für übertrieben erachtet habe.

Der AMG Schweizer Perlen investiert erklärtermassen auch in Spezialsituationen, zum Beispiel in den Turnaroundkandidaten Aryzta. Was sind diesbezüglich die Anlagekriterien?

Aryzta N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/4323836-4-1](#))



Intra 1W 3M 1J Max

Wir sind bereits Ende 2019 bei Aryzta eingestiegen. Wir hatten festgestellt, dass die Aktien sehr günstig bewertet waren, sofern der Backwarenhersteller es wieder schaffen würde, organisch zu wachsen. Im letzten Quartal ist ihm das nach längerem wieder einmal gelungen. Wenn er das bestätigen kann und auch in den nächsten Quartalen wächst, sind die Valoren nach wie vor sehr tief bewertet. Anfänglich beeinträchtigte Aryzta die Performance unseres Fonds. Nach dem letztjährigen Wechsel in der Konzernführung verstärkten wir die Position dennoch, weil wir daran glaubten, dass es zu strategischen Änderungen kommen würde. Das ist auch geschehen.

Aryzta hat gezeigt, wie wichtig es ist, dass ein Unternehmen über ein gutes Management verfügt. Im Fall des Sensorherstellers AMS Osram, ebenfalls eine grosse Position im Fonds AMG Schweizer Perlen, gibt es aber anhaltende Bedenken hinsichtlich des Managements.

AMS ist eine Angelegenheit für sich. Die Aktien werden zu Recht mit einem Abschlag gehandelt, aufgrund der ungenügenden Kommunikation des Managements und wegen der Unsicherheiten bezüglich der Übernahme von Osram.

Ist die grosse Übernahme des deutschen Lichttechnikonzerns Osram nun mehr Chance oder mehr Risiko für AMS?

AMS Osram I

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/24924656-4-1](https://www.intracanal.com/aktien/no-region/no-list/24924656-4-1))



Intra 1W 3M 1J Max

Vor der Übernahme war die Antwort, dass sie ein sehr hohes Risiko sei. Das zeigt letztlich der Kursrückgang seit der Ankündigung der Transaktion 2019. Aber heute, mit Blick nach vorne, ergeben sich auf dem tieferen Kursniveau wieder Chancen. Die Valoren sind gemäss unseren Schätzungen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14 und einem Kurs-Umsatz-Verhältnis unter eins sehr tief bewertet. Wenn das Unternehmen die versprochenen Synergien aus der Übernahme heben kann, wenn das autonome Fahren rund um die Lidar-Technologie greift, die

Chancen im Bereich Mini-LED und später Micro-LED gepackt werden, haben die Aktien sehr viel Potenzial. Die Unsicherheitsfaktoren sind da. Aber unser Job ist es, die Entwicklung zu beobachten und zu analysieren, inwieweit sie mit dem Versprochenen übereinstimmt.

Es fällt auf, dass Sulzer sowohl im AMG Schweizer Perlen wie, mit einer kleineren Position, im AMG Substanzwerte Schweiz vertreten ist.

Aktuell haben wir in den zwei Fonds insgesamt zwölf Überlappungen. Aus Risikoüberlegungen sind wir auch der Meinung, dass es keinen Sinn macht, im Fonds AMG Schweizer Perlen nur auf Wachstum zu setzen. Darum mischen wir ihm einen Anteil an Werten bei, die zu den Spezialsituationen zählen oder beträchtliche Substanz mitbringen. Auf der anderen Seite gibt es im AMG Substanzwerte Schweiz Titel wie die des Verbindungstechnikers Bossard, die auch Wachstum bieten.

Was zeichnet nun die Industriegruppe Sulzer aus, dass sie in beiden Fonds vertreten ist?

Sulzer N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/3838891-4-1](#))



Intra 1W 3M 1J Max

Sulzer halte ich für spannend, weil die Führung strategisch klar darauf hinarbeitet, das traditionelle Geschäft mit der Öl- und Gasbranche zu reduzieren, und sich neu ausrichtet. Bezeichnend ist, dass die Analysten anlässlich des Halbjahresberichts im Juli erstmals seit längerem mit ihren Fragen nicht so sehr das Öl- und Gasgeschäft in den Fokus nahmen, sondern vielmehr andere Bereiche wie das Wasserversorgungsgeschäft. Der Fonds AMG Substanzwerte Schweiz hat in Sulzer im Juli 2020 eine Position aufgebaut, direkt nach der Krise. Die Aktien waren damals ausserordentlich günstig. Nun kommt mit der geplanten Abspaltung von Medmix resp. der Division Applicator Systems noch ein interessanter Faktor für die Anleger hinzu.

Die grössten Positionen des AMG Substanzwerte Schweiz

Unternehmen	Branche	in % des Fonds
IVF Hartmann	Spitalbedarf, Hygiene	9,7
Cosmo Pharmaceuticals	Pharma	9,4
Vaudoise Versicherungen	Versicherung	8,4
Holdigaz	Energieversorger	6,9
Cham Group	Immobilien	6,3

Was kennzeichnet einen Substanzwert, auf welche Kennzahlen achten Sie vor allem?

Ein Substanzwert zeichnet sich dadurch aus, dass das betreffende Unternehmen eine überdurchschnittlich gute Finanzierung aufweist, indem es eine hohe Eigenkapitalquote oder netto, nach Abzug der Finanzschulden, liquide Mittel ausweist. Wir achten auch darauf, ob die Bilanz durch viel Goodwill belastet ist oder ob stille Reserven vorhanden sein könnten. Wichtig ist zudem eine über die Jahre hinweg gesunde Cashflow-Entwicklung. Ein anderer zentraler Punkt ist natürlich, dass ein Substanztitel günstig bewertet sein sollte.

Wo lassen sich denn heute noch stille Reserven finden?

Metall Zug N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/3982108-4-1](#))



Intra 1W 3M 1J Max

Bei einem kleinen Unternehmen wie dem Gasversorger Holdigaz. Jüngst haben wir auch eine Position in Metall Zug aufgebaut. Die Industriegruppe verfügt in Zug – das ist ein gutes Pflaster für Fintechs – über eine sehr grosse Landfläche, die sie in den nächsten Jahren entwickeln kann und die mit einem sehr tiefen Buchwert in der Bilanz steht.

Bezüglich einer hohen Eigenkapitalquote scheinen Sie eine Ansicht zu vertreten, die nicht zum Zeitgeist passt. Der Finanzchef des Warenprüfers SGS erklärte The Market, er halte diese Quote für nur sehr bedingt aussagefähig, um die finanzielle Stärke zu bewerten. SGS hat Eigenmittel von 14% der Bilanzsumme.

Als Investor würde ich eine Eigenkapitalquote von nur 14% als Risiko ansehen. Vielleicht ist dieser tiefe Wert ein Grund, weshalb die Aktien von SGS der Entwicklung des Marktes hinterherhinken. Man kann in diesem Tiefzinsumfeld sicher diskutieren, wie viel Eigenkapital es braucht. Ich denke, eine Eigenkapitalquote von 30 bis 50%

ist aus ökonomischer Sicht optimal. Aber man muss das Gesamtbild betrachten. Sulzer hat eine Quote von nur 26%, aber dafür eine stattliche Cashposition von 1,3 Mrd. Fr. oder fast einem Viertel der Bilanzsumme. Das gibt der Gruppe ein solides Fundament.

Viele der Titel im AMG Substanzwerte Schweiz sind illiquid, wie die des Medizinalbedarfsherstellers IVF Hartmann, der aktuell die grösste Fondsposition stellt. Ist ein geringes Handelsvolumen nicht ein Risiko, falls ein Ausstieg erforderlich wird?

Darum macht der Fonds AMG Substanzwerte Schweiz Sinn, weil wir dem Anleger damit die Gelegenheit bieten, in einem illiquiden Segment jederzeit zu investieren. Es trifft zu, dass in einigen unserer Positionen ein geringes Handelsvolumen besteht. Dieser Umstand begleitet uns seit der Fondslancierung im Jahr 2004. Entsprechend ist unsere Liquiditätssteuerung unter anderem diesem Faktor gewidmet. Auch regelmässige Liquiditätsmessungen unterstützen uns in diesem Prozess. Wir haben unsere Investorenschaft im Fonds in Bezug auf das jeweilige Anlagevolumen zudem bewusst breit gestreut. In den letzten rund fünfzehn Jahren haben wir mehrfach grössere Marktturbulenzen und Rücknahmen im Fonds im Sinne unserer Anleger gemeistert.

Die zweitgrösste Position im AMG Substanzwerte Schweiz ist Cosmo Pharmaceuticals mit einem Anteil von knapp 10%. Die Pharmagesellschaft hatte einige Rückschläge zu verdauen, worunter das Vertrauen in ihre Führung gelitten hat.

Cosmo Pharma N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/32590356-4-1](https://www.amg.com/aktien/no-region/no-list/32590356-4-1))



Intra 1W 3M 1J Max

Der Markt vertraut dem Unternehmen und seiner Führung momentan nicht. Das hat seine Gründe. Letztlich entscheidet der Markt, und es liegt an Cosmo, ihn mit einer guten Entwicklung und guten Zahlen zu überzeugen. Es gilt nun, das Potenzial der sechs Produkte, die schon zugelassen sind, auszuschöpfen. Wichtig ist vor allem, dass Cosmo und ihr Partner Medtronic das Darmuntersuchungsgerät GI Genius rasch in den Vertrieb bringen und damit Umsatz generieren. Dann haben die Aktien von Cosmo ein schönes Aufwärtspotenzial. Positiv ist, dass das Unternehmen inzwischen eine starke Bilanz hat und dieses Jahr in die Gewinnzone vorstossen wird.

Es stellt sich dennoch die Frage, ob die Position, die der AMG Substanzwerte Schweiz an Cosmo hält, zu gross geworden ist.

In der Vergangenheit haben wir gewisse Positionen im Fonds, auch dank guter Performance, zu gross werden lassen. Mittelfristig ist es das Ziel, dass keine Position einen Anteil von mehr als 8% hat. Auf diese Weise wollen

wir das Portfolio verbreitern und agil sein. Wenn wir grössere Positionen eingehen, kann das andererseits natürlich auch eine überdurchschnittliche Wertentwicklung des Fonds ermöglichen, sollten diese Aktien einmal entdeckt und verstärkt nachgefragt werden.

Zur Person



Manuel Bottinelli (1989) ist als Portfoliomanager und Analyst verantwortlich für die Fonds AMG Substanzwerte Schweiz und AMG Schweizer Perlen. In das Metier war er während der Finanzkrise 2008/09 als Börsenhändler eingetaucht, seither hat ihn der Finanzmarkt nicht mehr losgelassen. Vor AMG war er als Leiter Schweizer Aktien bei FERI (Schweiz), für die VZ-Gruppe und die Privatbank Rahn+Bodmer tätig. Berufsbegleitend schloss der leidenschaftliche Tennisspieler die Ausbildungen zum eidg. dipl. Betriebswirtschafter HF und Bachelor of Science mit Vertiefung Banking und Finance ab.



DAS INTERVIEW

«Swatch Group sind wieder ein Kauf»

Erhard Lee, Inhaber des Vermögensverwalters AMG, erklärt im Interview, wo er Value sieht und wo nicht.

Andreas Kälin 23.10.2019



MR MARKET

Logitech ist zurück unter den am meisten leerverkauften Schweizer Aktien

Aufsteigerin des Monats ist Meyer Burger. Zur Rose belegt weiterhin einen Spitzenplatz. Ausgeschieden ist AMS Osram.

Ruedi Keller 02.08.2021



ANALYSE

Aryzta weckt das Interesse neuer Investoren

Die Hoffnung auf einen Turnaround des Backwarenkonzerns wächst. Auch die Jacobs Holding glaubt an Aryzta und ist mit einem Anteil von knapp unter 3% eingestiegen.

Andreas Kälin 11.03.2021



gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.