

## INTERVIEW

**«Jetzt ist die Zeit für Zykliker»**

Philipp Murer, Portfoliomanager bei Reichmuth & Co, erklärt, wie er mit Schweizer Nebenwerten durch die Coronakrise steuert, und sagt, wo die Erholung bereits greifbar ist und bei welchen Titeln der Aufschwung auf sich warten lässt.

Ruedi Keller

18.09.2020, 04.56 Uhr



«Die Aktie des Versicherers Helvetia ist ein Kaufkandidat», sagt Philipp Murer, Portfoliomanager bei der Privatbank Reichmuth & Co.

«Die Manager der kleinen und mittelgrossen Betriebe haben die Finanzen im Griff», sagt Philipp Murer von der Privatbank Reichmuth & Co im Interview. Doch in diesem Segment habe der Markt während der Krise nicht funktioniert. Auch Aktien von guten Unternehmen seien teilweise extrem abgestraft worden, erklärt der Portfoliomanager, der auf kleine und

mittelgrosse Schweizer Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 5 Mrd. Fr. setzt.

Ihm hat das die Chance eröffnet, neue Titel ins Portfolio aufzunehmen, darunter den Stellmotorenhersteller Belimo  und den Anbieter von Strom- und Spannungswandlern Lem . Welche Aktien nun auf seinem Radar stehen, erläutert Murer im Interview.

Ausserdem erklärt er, wie Interroll  und Kardex  zu Profiteuren der geopolitischen Spannungen werden könnten, und sagt, wann bei Bobst , Komax  und Rieter  die Erholung einsetzen dürfte.

### Herr Murer, die Börsen spielen verrückt. Was ist Ihr Eindruck?

Wir stehen nach der Riesenkorrektur im Frühjahr in etwa wieder dort, wo wir das Jahr begonnen haben, je nach Sektor etwas höher oder tiefer. Bei den Schweizer Nebenwerten hat die Krise eines bestätigt: Die Manager der kleinen und mittelgrossen Betriebe haben die Finanzen im Griff, und viele Unternehmen konnten trotz Umsatzrückgang die



Philipp Murer, Portfoliomanager bei der Privatbank Reichmuth & Co ZVG

Ebitda-Marge nahezu halten – teilweise unterstützt durch Kurzarbeit.

### **An welche Unternehmen denken Sie?**

Bossard  zählt dazu. Der Verbindungstechniker hat trotz Umsatzrückgang die Margen erstaunlich gut halten können. Auch Bucher  hat das geschafft.

### **Ihr Portfolio besteht zu rund der Hälfte aus Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von 2 bis 5 Mrd. Fr. Die andere Hälfte entfällt auf kleinere Werte. Wie hat sich das Segment im Vergleich zu den Börsenschwergewichten entwickelt?**

Im kleineren Segment hat der Markt während der Krise nicht funktioniert. Einige Titel sind extrem abgestraft worden. Aktien von guten Unternehmen wie beispielsweise Lem , die Spannungswandler herstellt, tauchten ohne Änderung der mittelfristigen Aussichten von über 1500 auf weniger als 900 Fr. Heute notieren sie wieder über 1700 Fr. Nebenwerte werden sehr illiquid, wenn sich die Anleger in Krisenzeiten in die grossen Valoren wie Nestlé , Roche  und Novartis  zurückziehen.

### **Hatten auch Sie Rücknahmen?**

Unser Fonds ist eine Ergänzung zu Anlagen in grosskapitalisierten Werten. Da wir mit unseren Kunden in persönlichem Kontakt stehen, konnten wir sogar Chancen wahrnehmen. Wir haben die Liquidität in der Krise genutzt, um neue Positionen aufzubauen.

## Welche?

Wir haben neu Belimo , den Spezialisten für Heizung, Kühlung und Lüftung, ins Portfolio aufgenommen, ebenso Lem , den Pharmazulieferer Siegfried  und das Medizinalunternehmen Medacta . Das waren Ausnahmegelegenheiten. Normalerweise investieren wir langfristig und variieren je nach Bewertungssituation eher die Positionsgrößen, statt komplett umzuschichten.

## **Das Industrieunternehmen Bucher halten Sie seit Lancierung des Fonds 1996. Andere Titel auch?**

Mit Ausnahme von Lem sind alle unsere zehn grössten Positionen sehr langfristige Engagements. Wir setzen stark auf Personen – in der Geschäftsleitung, im Verwaltungsrat und im Aktionariat. Zudem achten wir auf eine solide Finanzierung und starke Produkte mit entsprechender Marktstellung. Im Fokus stehen solide Nischenleader.

## Die zehn grössten Positionen im Reichmuth Pilatus Fonds

Unternehmen	Beschreibung	Ankeraktionär (Stimmkraft)
Dätwyler	Dichtungslösungen	Nachfolgelösung der Familie Dätwyler, treuhänderisch verwaltet durch den Dätwyler-VR (75%)
Interroll	Stückgutbeförderung	Familien Ghisalberti, Moreschi und Specht (18%)
Conzzeta	Blechbearbeitung	Aktionärsgruppe Schmidheiny/Auer/Spoerry (51%)
Bossard	Verbindungstechnik	Familien Bossard (56%)
Lem	Spannungswandler	Werner O. Weber und Ueli Wampfler (51%)
Bucher	Mischkonzern	Nachkommen der Gründerfamilie, vertreten durch Rudolf Hauser (35%)
Georg Fischer	Mischkonzern	–
SFS	Präzisionskomponenten und Befestigung	Gründerfamilien (55%)
Kardex	Lagerlösungen	Buru Holding und Philipp Murer (50%)

### Was beobachten Sie in der Erholung?

Die Krise hat in Asien begonnen – und bei vielen Unternehmen läuft das Geschäft dort jetzt bereits wieder sehr gut, praktisch auf Vorkrisenniveau. Das sieht man beispielsweise im Elektronikgeschäft von SFS  und in der Blechbearbeitung von Conzzeta . Jetzt ziehen Europa und die USA nach.

## **70% des Portfolios prägen Industrieaktien. Finanztitel sucht man vergeblich. Warum?**

Bei Banken steigt der Wettbewerbsdruck, die Zinsmargen sind tief, und es droht Disruption durch Online-Anbieter. Zudem könnten Kreditausfälle zunehmen. Im Segment der mittelgrossen Unternehmen bietet der Bereich kaum Investitionsgelegenheiten. Im Versicherungssegment schauen wir uns jedoch Kandidaten an – bei Helvetia  nimmt der Kurs derzeit sehr viel Negatives vorweg. Das macht die Aktie für uns zum Kaufkandidaten.

## **Bei Banken sehen Sie keine Gelegenheiten?**

Vom Geschäftsmodell her gefällt uns VZ Holding  sehr gut. Dass wir nicht investiert sind – oder noch nicht –, liegt an der hohen Bewertung. Eine Korrektur würden wir nutzen.

## **Was macht VZ interessant?**

Das Geschäftsmodell besticht durch geringe Bilanzrisiken. Zudem ist es weniger zinsabhängig und stärker vom Kommissionsgeschäft geprägt als bei anderen Banken. Die VZ-Plattform ermöglicht, den Kunden auf mehreren Gebieten abzuholen: in der Vermögensverwaltung, bei Krediten sowie im Bereich Versicherungen und Vorsorge. Der Trumpf von VZ liegt darin, dass sie als unabhängig wahrgenommen wird und der Kunde neue Produkte weitgehend selbst auf die Plattform hinzufügen kann.

## **Woher kommt das hohe Übergewicht im Industriebereich?**

Der Industriesektor ist zyklisch, und dies hat gerade bei kleinkapitalisierten Unternehmen hohe Schwankungen zur Folge, was attraktive Möglichkeiten eröffnen kann. Wir setzen auf Wachstum und orten es im Bereich Industrie. Zudem ist in unserem Universum das Industriesegment sehr unterschiedlich ausgerichtet: Georg Fischer  ist mit Rohrleitungssystemen, Gussteilen für den Fahrzeugbau und der Maschinenherstellung bereits in sich selbst diversifiziert. Interroll  ist im Logistikbereich aktiv. Stadler  weist mit ihrem Schienenfahrzeugbau nochmals ein komplett anderes Risikoprofil auf.

### **Auffällig ist: Neun der zehn grössten Positionen haben einen Ankeraktionär. Ein Kernkriterium?**

Für uns ist wichtig, dass Ankeraktionäre da sind, die in einer Krisenzeit das Management und den Verwaltungsrat unterstützen, die langfristige Strategie umzusetzen, statt kurzfristige Schwenker zu fahren. Das schafft die Voraussetzung, gestärkt aus einer Krise herauszukommen. An der Seite langfristig ausgerichteter Anteilseigner investieren wir gerne. Es ist aber kein Fokus für uns, sondern ein Merkmal neben anderen.

### **Im Schnitt steht das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2020 Ihrer Auswahl bei hohen 44. Spielen Bewertungen derzeit eine untergeordnete Rolle?**

Zyklische Titel muss man haben, wenn sie teuer aussehen – das heisst, wenn die kurzfristigen Gewinnerwartungen niedrig sind, so wie jetzt wegen Corona. Bei einer Normalisierung der Margen steht unsere Auswahl bei

einem KGV von rund 15. Aus Bewertungsgründen ist jetzt der richtige Zeitpunkt für den Einstieg.

**Ihre beiden grössten Positionen, Dätwyler und Interroll, haben die Spitzenstellung auch dem jüngst steilen Kursverlauf zu verdanken. Werden Sie die Positionen trimmen?**

Beide Titel halten wir schon lange, und wir haben sie in der Korrektur aufgestockt. Jetzt stehen sie plötzlich breit im Fokus: Intralogistik, also Warenflüsse innerhalb eines Betriebsgebäudes, dürfte an Bedeutung gewinnen – erstens wegen Covid-19, aber auch angesichts der steigenden Spannungen zwischen den USA und China.

**Inwiefern?**

Beim Ausbruch von Corona haben die Unternehmen zuerst den Cashbestand geschützt, dann wurden die Dividenden gekürzt, die Kosten gesenkt und die Lieferketten gesichert. Es ging ums Überleben. Jetzt stellt sich die Frage: Will ich meine Lieferketten einzig mit Blick auf günstige Produktionsbedingungen optimieren und dabei abhängig werden von einem einzelnen Land, beispielsweise von China? Covid-19 bringt zum geopolitischen Argument ein regionales Element: Reichen Fabriken in Osteuropa, oder soll ich zusätzlich auch in den USA produzieren?

**Sie erwarten einen Trend zu neuen, zusätzlichen Produktionswerken?**

Wenn Produktionsstätten diversifiziert werden, werden Lager und Prozesse automatisiert und die Intralogistik insgesamt vorangetrieben. Da kommt Interroll  mit ihren

Beförderungssystemen zum Zug. Auch der Lagerlogistiker Kardex  würde von einer Dezentralisierung der Produktionsstätten profitieren.

### **Wie steht es um Dätwyler?**

Trotz Anstieg der Bewertung auf ein KGV von über 30 fühle ich mich mit meiner Position von rund 5% grundsätzlich wohl. Aktuell herrscht allerdings ein gewisser Hype, da Dätwyler  im Bereich Pharmazulieferung mit Abfüll- und Versiegelungslösungen für Impfsereen und Wirkstoffe gegen Covid-19 profitieren wird. Gewinnmitnahmen auf dem jetzigen Kursniveau sind denkbar, ein Komplettverkauf aber nicht: Die langfristigen Perspektiven von Dätwyler sind weiterhin gut, und der Konkurrent auf diesem Gebiet, die amerikanische West Pharmaceuticals, ist noch viel höher bewertet.

### **Sie halten auch Titel, die derzeit weniger gut laufen, beispielsweise den Kabelbaummaschinenhersteller Komax. Wo sehen Sie hier Perspektiven?**

Komax  ist zu 80% vom Automobilsektor abhängig und litt bereits letztes Jahr, auch wegen Problemen mit kundenspezifischen Projekten. Corona hat den Kurs nochmals halbiert. Aus Ersterem hat das Management die Lehren gezogen, und wir glauben an das langfristige Potenzial. Der Autosektor wird zurückkommen, allerdings mit Verzögerung: Letztes Jahr bestand die Erwartung, dass 2023 weltweit gegen 100 Mio. Fahrzeuge produziert werden. Aktuell wird erwartet, dass die Marke drei bis vier Jahre später erreicht wird.

## **Spielt es für Komax eine Rolle, welcher Autotyp hergestellt wird?**

Ideal für Komax ist der Hybridmotor. Er braucht am meisten Kabel. Wachstumschancen ergeben sich aber allein aus der Bedeutung der Branche: In Deutschland hängen rund 2 Mio. Arbeitsplätze am Automobilssektor. Das Land versucht gerade, die Wirtschaft anzukurbeln, wobei die Förderung von Elektrofahrzeugen dazugehören dürfte. In der vollautomatischen Verarbeitung der dafür notwendigen Hochvoltkabel ist Komax hervorragend positioniert. Gegenwärtig befindet sich das Unternehmen jedoch noch in einem perfekten Sturm.

## **Unter die Räder geraten sind auch Rieter und Bobst.**

Bobst  sollte eigentlich vom Thema E-Commerce profitieren. Sie ist jedoch auf das hochpreisige Qualitätssegment ausgerichtet, von der Verpackung bis zu deren Bedruckung. Die Schachteln von Amazon sind schwarz bedruckt. Das ist eine Disziplin, die Billiganbieter effizienter anbieten. Zalando hingegen verschickt orange Schachteln und ist ein grosser Kunde von Bobst. Sobald sich die Online-Versandhäuser differenzieren wollen, kommt Bobst ins Spiel. Das Potenzial des Digitaldrucks wird noch unterschätzt. Bobst hat hier viel investiert, und wir sehen darin künftig grosses Wachstum.

## **Und Rieter?**

Die Kursentwicklung von Rieter  ist ein Trauerspiel. Covid-19 hat den Spinnmaschinenhersteller sehr hart getroffen. Dank einer Nettocashposition von rund 120 Mio.

Fr. wird er das durchstehen. Das Management hat zudem die Kosten rasch getrimmt, was die Gewinnschwelle deutlich senkt. Wenn der Aufschwung kommt – und ich glaube, er wird auch die Textilindustrie erfassen –, wird Rieter einen starken operativen Hebel aufweisen. Sobald der Umsatz anzieht, wird der Gewinn hochschnellen.

### **Welchen Wert sehen Sie in Stadler?**

Die Aktie halten wir mitunter zur Diversifikation. Der sehr hohe Bestellungseingang stellt den Schienenfahrzeughersteller Stadler  derzeit vor die Herausforderung, alles in der verlangten hohen Qualität zu liefern. Wir glauben aber, dass das Management die Schwierigkeiten in den Griff kriegen wird. Kurzfristig sind weitere Negativmeldungen und Margendruck möglich. Langfristig bleiben wir positiv für die Papiere.

### **Conzzeta befindet sich mitten in der Aufspaltung, mit der Aussicht, dass rund 500 Mio. Fr. Cash gelöst werden können. Unterstützen Sie die Fokussierungsstrategie?**

Die Fokussierungsstrategie war ein Auslöser für die Aufnahme von Conzzeta  ins Portfolio. Das Blechbearbeitungsgeschäft machte bisher rund 60% des Umsatzes aus, trug aber 90% zum Gewinn bei. Darauf zu fokussieren, ist richtig und führt zu einem attraktiveren Margenprofil.

### **Erwarten Sie, dass der Verkaufserlös aus FoamPartner und Mammut ausgeschüttet wird?**

Der Verkaufsprozess für das Schaumstoffgeschäft von FoamPartner ist eingeleitet. Die Veräusserung des Outdoor-Spezialisten Mammut dürfte im nächsten Jahr folgen. Das Conzzeta-Management hat in der Vergangenheit bewiesen, dass es geschickt akquirieren und zu guten Preisen devestieren kann. Ich setze jedoch nicht primär auf eine Barausschüttung, sondern auf eine Höherbewertung im Zug der Fokussierung. Mit dieser Perspektive hoffe ich, dass dem Management ein Teil der gelösten Mittel zur Verfügung gestellt wird, um über Akquisitionen das Kerngeschäft in der Blechbearbeitung zu stärken.

### **Philipp Murer**

Philipp Murer arbeitet seit insgesamt über neunzehn Jahren für Reichmuth & Co in Luzern. Er leitet das Portfoliomanagement und ist hauptverantwortlich für die Schweizer Strategiefonds sowie den Nebenwertefonds Reichmuth Pilatus. Dazwischen führte der heute 44-Jährige kurzzeitig den Marktbereich Anlagekunden der Nidwaldner Kantonalbank. Die Ausbildung zum Bankfachmann, MAS Corporate Finance und EMBA der Hochschule Luzern hat er berufsbegleitend bei Reichmuth & Co absolviert.

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.