

# «AMS und Kudelski geben Anlass zu Sorgen»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Hilmar Langensand, CEO des Vermögensverwalters zCapital, sieht die meisten Schweizer Unternehmen als gesund finanziert an und achtet auf das Management.

**Herr Langensand, Sie haben den Backwarenhersteller Aryzta schon lange kritisch gesehen. Mitte August hat er eine Kapitalerhöhung zur Schuldenreduktion angekündigt – ein erster Schritt zur Besserung?**  
Nach einem Kurszerfall von fast 30% in einer Woche war die Führung gezwungen, zu handeln. Doch die 800 Mio. €, die sich Aryzta mit der Kapitalerhöhung holen will, müssen erst noch beschafft werden. Ich glaube, das Unternehmen benötigt dafür noch einen Ankeraktionär, der mit Geld und seinem Namen hintersteht, so wie es beispielsweise der Unternehmer Michael Pieper beim Gebäudezulieferer Arbonia tat.

**Ist es zu früh, um einzusteigen?**

Die Kapitalerhöhung kann noch scheitern. Ich rate, abzuwarten. Kevin Toland, der CEO von Aryzta, hat gesagt, es handle sich um eine mehrjährige Restrukturierungsübung. Da muss der Anleger nicht vom ersten Tag an dabei sein.

**Gerade in den USA ist die Unternehmensverschuldung stark gestiegen. Gibt es auch in der Schweiz, neben Aryzta, Fälle mit bedrohlicher Schuldenlage?**

Im Allgemeinen sind Schweizer Unternehmen gesund finanziert. Es gibt einzelne Namen, die zu Sorgen Anlass geben, wie das Technologieunternehmen Kudelski oder der Halbleiterhersteller AMS.

**AMS wird ungeachtet des jüngsten Kurszerfalls noch immer von der grossen Mehrheit der Analysten zum Kauf empfohlen.**

Untypisch für eine Technologiegesellschaft hat AMS ihre aggressive Wachstumsphase mit Schulden finanziert. Im zweiten Quartal resultierte ein unerwarteter Verlust. Da darf nichts mehr anbrennen, denn AMS muss laufend weiter investieren. Angesichts all der Unternehmens- und Marktrisiken halte ich es für sehr mutig, mit einer Nettoverschuldung von gut 1,5 Mrd. \$ zu fahren.

**Die AMS-Führung gilt nicht als sonderlich kritikfähig.**

Wir merken, dass sich das Unternehmen verschliesst. Wenn der Informationsgehalt dünn wird, muss man grundsätzlich aufpassen.

**Was ist mit Kudelski, dem einstigen Börsenüberflieger?**

Das Unternehmen befindet sich in einem fundamentalen Umbau. Das bisherige Kerngeschäft mit der Verschlüsselung von TV-Inhalten bricht wegen der Digitalisierung weg, und der Aufbau des neuen Geschäfts im Bereich Cybersecurity kostet viel Geld. Für das erste Halbjahr hat Kudelski einen operativen Cashflow von -43 Mio. Fr. ausgewiesen. Zudem hat Unternehmenschef André Kudelski gesagt, es sei nicht sicher, dass nächstes Jahr schon Gewinn geschrieben werde. Die Frage ist, wie viel Zeit der Umbau benötigt. Zumal die Gesellschaft von der Substanz zehrt. Die Nettoschulden betragen mehr als das Dreifache des Ebitda.

**Die Unternehmensführung scheint sich wegen der Finanzen keine Sorgen zu machen.**  
Das Management sagt uns, es gebe finanziell keine Probleme. Aber wir achten auch auf die Signale des Bondmarktes. Kudelski hat zwei Anleihen ausstehend, deren Kurse nach dem Halbjahresbericht stark gesunken sind. Wir sind in Kudelski nicht investiert.

**Demgegenüber ist der zCapital Swiss Small & Mid Cap Fund weiterhin in sehr hoch bewerteten Aktien investiert.**

Unser Fonds ist breit diversifiziert, und wir respektieren unsere Benchmark, den SPI Extra. Das führt dazu, dass wir bei den im Vergleichsindex hoch gewichteten Titeln wie denen des Pharmaunternehmens Vifor oder des Bankensoftwarespezialisten Temenos Positionen haben. Weil wir beide aber für zu hoch bewertet halten, sind wir untergewichtet. Vifor ist aus unserer Sicht 20 bis 40% zu teuer.



Hilmar Langensand meint, die Margen könnten 2017 den Gipfel erreicht haben.

**Und Straumann oder Ems-Chemie?**

In Straumann sind wir neutral positioniert. Der Zahnimplantathersteller ist operativ sehr stark unterwegs, was eine höhere Bewertung rechtfertigt. Ems-Chemie erzielt Eigenkapitalrenditen um 30%, die Spezialchemiegruppe Clariant zum Vergleich rund 10%. Ems-Chemie verdient damit eine deutliche Prämie. Zum aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 25 halte ich diese Aktien für attraktiv, bei einem KGV von über 30 waren sie zu hoch bewertet.

*«Zum aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 25 halte ich Ems-Chemie wieder für attraktiv.»*

**Inwieweit achten Sie, ausser auf die Bewertung und harte Erfolgskennziffern, in den Analysen auch auf weiche Faktoren?**

Ein Schlüsselfaktor ist das Management. Wenn es in einem Unternehmen nicht so läuft wie erwartet, hat in der Regel die Führung Fehler gemacht. Ein Manager ist per se ein herausfordernder Mensch, aber er darf die Organisation nicht permanent zu stark unter Druck setzen. Es braucht eine Balance zwischen Aggressivität und Machbarkeit. In einem gesunden Unternehmen herrscht eine gewisse Ruhe, es wird nicht ständig umgebaut. Wo zu viel Portfoliomangement betrieben wird, wie in den von Victor Vekselberg kontrollierten Unternehmen Oerlikon und Sulzer, stimmt die langfristige Performance oft nicht.

**Wo ist das Management hervorragend?**

Schindler ist hervorragend geführt. Das Aufzugsunternehmen hat einen sehr guten Lauf und ist geografisch breit aufgestellt, es ist nicht nur eine China-Story. Begeistert bin ich auch von der Arbeit des Teams von Partners Group. Der spezialisierte Vermögensverwalter profitiert vom Tiefzinsumfeld und liefert zuverlässig gute Ergebnisse. Schindler und Partners Group sind denn auch die beiden grössten Positionen in unserem Fonds.

## Opportunities 2019

Am 1. November 2018 diskutiert «Finanz und Wirtschaft» mit Experten über die Anlagestrategien für 2019. Eingeladen sind Prof. Dr. Thorsten Hens (Universität Zürich/Vita Sammelstiftung) und Felix Zulauf (Zulauf Asset Management) als Keynotes, neben Spezialisten von Maerki Baumann, Pictet AM, der ZKB und «Stock Pickers» von 3V, AMG und zCapital. Sichern Sie sich Ihre Teilnahme jetzt unter: [www.fuw-forum.ch/opportunities](http://www.fuw-forum.ch/opportunities).

FINANZ und WIRTSCHAFT FORUM

**Was halten Sie davon, wenn Führungskräfte und bisherige Kernaktionäre verkaufen, wie jüngst beim Dienstleister DKSH?**

Das beurteile ich als ein Warnsignal. Bei DKSH hat der frühere CEO und heutige Verwaltungsratspräsident Jörg Wolle verkauft. Er kennt das Unternehmen am besten. Verkauft hat dazu Rainer-Marc Frey, ein smarterer Investor. Das nehme ich ernst, zumal DKSH das beim Börsengang 2012 gegebene Wachstumsversprechen nicht gehalten hat. Der Gewinn stagniert seit 2013. Wir halten keine DKSH-Aktien.

**Ihr Fondsprospekt betont auch die Bedeutung von Corporate Governance, den Richtlinien guter Unternehmensführung.**

Ja, wir erweiterten unseren Ansatz zu einem umfassenderen ESG-Risikomonitor, der Umwelt-, soziale und Governance-Kriterien berücksichtigt. Sehr wichtig ist, wie ein Unternehmen seine soziale Verantwortung wahrnimmt. Dort, wo die Mitarbeiter zufrieden sind und die Unternehmenskultur stimmt, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die finanzielle Performance langfristig gut ausfällt.

**Wie prüfen Sie Mitarbeiterzufriedenheit?**

Wir berücksichtigen unter anderem Webportale, auf denen Mitarbeiter ihr Unternehmen bewerten. Es gibt immer unfaire Einzelmeinungen, aber in der Breite sagen die Beiträge etwas aus. Als Aryzta von der Börse noch hochgejubelt wurde, sendete das Glassdoor-Rating bereits ein Warnsignal. Auch beim Vermögensverwalter GAM blinkte die Warnleuchte. Beispiele mit guter Mitarbeiterzufriedenheit sind unter den grösseren Unternehmen der Aromen- und Riechstoffhersteller Givaudan und der Sanitärtechniker Geberit.

**Die Wirtschaft läuft weltweit gut. Ist das Zyklushoch nahe – sind Sie in Zyklikern noch übergewichtet, oder bauen Sie ab?**

Es ist klar, wir sind in der Endphase eines langen Aufschwungs. Das sagte ich allerdings schon im letzten Jahr und war zu früh. Die zyklischen Titel boomten im zweiten Halbjahr und auch im ersten Quartal dieses Jahres. Da ist nach oben übertrieben worden, und wir sind vorsichtiger geworden.

**Was gibt Ihnen die Bestätigung, dass wir am Ende des Aufschwungs angelangt sind?**

Zum ersten Mal im gegenwärtigen Aufschwung haben wir diesen Sommer eine gehäufte Zahl von Gewinnwarnungen gesehen. Zwei Handvoll Unternehmen mussten ihre Prognosen senken, Bell, Comet, GAM, Meier Tobler, Dormakaba, Bobst, Meyer Burger, Rieter und zuletzt U-Blox. Das sind erste Anzeichen, dass das Umfeld anspruchsvoller geworden ist für die Gesellschaften.

**Werden Margen und Gewinne nun sinken?**

In der Endphase eines Zyklus entwickelt sich der Umsatz noch gut, aber die Kosten werden oft zum Problem. Zurzeit hört man von vielen Gesellschaften, dass die Rohstoffkosten steigen. Zweitens ist mit Lohnerhöhungen zu rechnen. So müssen Unternehmen in Deutschland nun 3 bis 4% höhere Löhne zahlen. Drittens steigen die Logistikkosten, in den USA etwa um 10 bis 15%. Es gibt dort beispielsweise zu wenige Lastwagenfahrer. All dies müssen die Unternehmen erst einmal über Preiserhöhungen absorbieren können, was in einem wettbewerbsintensiven Markt schwerfällt. Im Nachhinein werden wir vielleicht sehen, dass die Margen 2017 den Gipfel erreicht haben.

**Ist damit auch der Gipfel an der Börse erreicht, werden die Kurse fallen?**

Ein Trendwendsignal kommt weniger von den Margen als von der Zinsseite, sobald die Zinskurve invers wird. Aber wir haben an der Börse vorauskonsumiert. Die zukünftigen Returns werden tiefer sein, aber mit einem Börsencrash rechne ich wegen des Tiefzinsumfelds nicht.

INTERVIEW: ANDREAS KÄLIN UND CLIFFORD PADEVIT