

Markttechnik

Swatch Group und Vifor Pharma

Die Aktie von Swatch Group befindet sich in einer spannenden Konstellation: Sie steht auf Höhe der im August 2016 gestarteten Trendlinie und gleichzeitig in der ausgeprägten Unterstützungszone 350/360 Fr. Ein guter Zeitpunkt, um Position zu beziehen. Hat sich nichts geändert, dann muss man nur das nochmals tun, was über die letzten zehn Monate schon das Richtige war.

Meiner Ansicht nach hängt aber rein gar nichts von der Trendlinie ab. Vielmehr ist der Umgang der Investoren damit Ausdruck davon, wie sie funktionieren. In Kenntnis davon lassen sich griffige Strategien entwickeln.

Warten auf Swatch Group

Die Würfel sind längst gefallen. Ja, es hat im Mai ein «neues Hoch» gegeben. Doch das ist auch so, wenn ich die letzten Meter eines Berggipfels erklimme. Entscheidend ist, dass es da nicht noch höher geht. Nicht umsonst ist UHR vier Wochen nach dem «neuen Hoch» auf das Niveau von vor fünf Monaten zurückgefallen: Der Langfristrend kämpft mit seiner Sättigung. Die Preissteigerung im April hat daraus sogar eine Übersättigung gemacht, die durch tiefere Preise kompensiert werden muss.

Voraussichtlich befindet sich Swatch Group etwa auf halbem Weg einer Korrektur, in deren weiterem Verlauf dann auch die rote Chartlinie fallen wird. Damit wird der eigentlich schon länger laufende Prozess dann plötzlich offensichtlich. Das wird den dritten und letzten Teil der seit Mitte Mai laufenden Korrektur einläuten. Für mittel- und

längerfristig ausgerichtete Investoren ist Swatch Group im Augenblick noch ziemlich uninteressant, was sich auf tieferem Niveau jedoch ändern wird.

Vifor meiden

Es gibt mehrere Gründe, weshalb ein Analytiker mit gleichen Daten zu verschiedenen Einschätzungen kommen kann. Manchmal ist eine Analyse nur ein besserer Bericht der letzten Geschehnisse, versucht aber nicht einmal um die nächste Ecke zu blicken, weil sie andere Interessen als der Leser verfolgt. Manchmal sind bloss die Interessen des einen kurzfristiger als die des anderen. Besonders häufig wird alles in einem Topf vermischt, womit das Werk an Unverfänglichkeit gewinnt.

Zu Vifor Pharma haben wir Ende April eine Einschätzung ausgegeben: Taktik Buy, Strategie meiden. Der Titel habe zwar Zwischenholungspotenzial, doch auf längerfristiger Ebene gebe es keine positiven Strukturen. In der Zwischenzeit haben sich die Dinge selbst aus der längerfristigen Perspektive nicht gebessert. Das ursprüngliche Statement passt weiterhin bestens und darf heute wiederholt werden.

Kurzfristig sehe ich schon die Chance, dass Vifor nochmals bis in den Raum 116/120 Fr. aufschliessen könnte. Doch dies steht wegen der angestregten Langfristtechnik auf so wackeligem Fundament, dass ich auf eine Bewirtschaftung dieser Chance verzichten würde. **ROLAND VOGT** www.invest.ch/rv

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.



Meinungen zur Börsenlage

Aktien Schweiz

Trotz des Damoklesschwertes der französischen Parlamentswahlen führte die erfreuliche Berichterstattung diverser Unternehmen (ABB, LafargeHolcim, UBS) zu Preisaufschlägen. Mit 24,3 deutet das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Swiss Leader Index im Europavergleich auf eine Überbewertung hin. Sie wird untermauert durch positive Wachstumsprognosen für die Schweizer Wirtschaft. Ein genauerer Blick auf die Kurse mahnt aber auf dem aktuellen Niveau zu Zurückhaltung. Titel, die zuletzt das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf sich ziehen konnten, wie LafargeHolcim, Swisscom oder Swiss Re, sind interessante Kandidaten. **BANK CIC**

Defensiver

Die Fundamentaldaten signalisieren ein aktienfreundliches Umfeld. Die historisch zweifellos teuren Bewertungen werden durch die expansive Geldpolitik mehr als kompensiert. Etwas mehr Gegenwind bringt die Marktpsychologie. Die Stimmung ist gut, hat sich aber über die letzten Wochen schleichend verschlechtert. Auf Ebene Einzelaktien haben wir uns leicht defensiver positioniert. Unsere Systematik favorisiert zwar weiterhin zyklische Sektoren, zeigt aber eine steigende Präferenz für Qualitätsaktien mit stabilem Cashflow. So kauften wir in den letzten Wochen z. B. Aktien von Siemens und Kone. Regional halten wir an der starken Gewichtung von Europa fest. **ENISO PARTNERS**

Später aufwärts

Der Taucher der Schweizer Börse Anfang Monat wurde schnell ausgebügelt. Dank den positiven Resultaten der Cantos-Studie von Novartis und dem Einstieg des Hedge Fund Third Point bei Nestlé schwenkte der Markt auf den Erfolgspfad ein. Nachdem der lokale Markt dieses Jahr bereits 15% an Wert zugelegt hat, sehen wir in der kurzen Frist nicht mehr allzu viel Aufwärtspotenzial. Mittelfristig glauben wir hingegen weiter an steigende Kurse, da Aktien gegenüber Obligationen nach wie vor attraktiv sind. Weiter bieten sich nach kleinen Korrekturen immer wieder attraktive Einstiegsmöglichkeiten. **SWISS LIFE ASSET MANAGERS**

Talfahrt für Rohöl

Rohöl der europäischen Sorte Brent notierte am Dienstag über 46\$ pro Fass und damit immerhin 4,5% höher als am letzten Mittwoch beim tiefsten Preis seit November 2016. Ist die Bereinigung am Ölmarkt damit durch? Das Rekordhoch der Short-Positionen und der dadurch implizierte «Rekordpessimismus» am Markt mögen das nahelegen. Aber die seit Jahren im Trend steigende Anzahl der ausstehenden Terminkontrakte relativiert den Rekord. Entsprechend ist auch die Anzahl der Long-Positionen noch deutlich höher als in den historischen Tiefs. Wie immer sind deshalb die kommenden Nachrichten entscheidend dafür, ob die Talfahrt schon beendet ist. **COMMERZBANK**

«Bewertung spricht für Qualitätsaktien»

MITTWOCHSINTERVIEW Livio Arpagaus und Peter Frech, Manager des Quantex Global Value Fund, finden in der Gesundheitsbranche und im US-Detailhandel noch attraktive Werte.

Herr Arpagaus, Herr Frech, Aktienanleger werden zunehmend optimistisch – bereitet Ihnen das Sorge?

Arpagaus: Schon ein wenig. Wir bewegen uns deshalb langsam in Richtung Bunker. **Frech:** Ja, aber mit Betonung auf langsam, wir machen ja kein Markttiming. Noch vor einem Jahr, inmitten der Ängste um die Brexit-Abstimmung, fanden wir in zyklischen Segmenten und bei Finanztiteln reichlich attraktiv bewertete Unternehmen. Mittlerweile haben viele dieser konjunktursensitiven Titel unser Kursziel erreicht, weshalb wir sie verkauft haben. Zudem sind die Bewertungsunterschiede zwischen den Firmen geschrumpft, was ein typisches Boomzeichen ist.

Was bedeutet das?

Frech: Das heisst, Anleger werden nicht mehr angemessen für das Eingehen von Risiken entschädigt. Noch vor einem Jahr war das anders. Bei diesen geringen Bewertungsunterschieden setzen Investoren besser auf Qualität, sprich auf Gesellschaften mit überzeugendem Geschäftsmodell und solider Bilanz.

Arpagaus: Heute müssen Anleger gar einen Zuschlag für besonders konjunktursensitive Aktien bezahlen. Wirklich günstige Gelegenheiten ergeben sich nur noch in problembehafteten Segmenten.

Sie finden also nirgends mehr attraktive Unternehmen?

Frech: Wir werden noch in zwei Branchen fündig: im US-Detailhandel sowie im Gesundheitssektor, der unter regulatorischer Unsicherheit leidet. Die Risiken sind hoch, aber die Bewertung – etwa gemessen am freien Cashflow relativ zum Unternehmenswert – günstig genug, um eine Sicherheitsmarge zu bieten.

Ist die Gefahr für den Detailhandel, die von Amazon ausgeht, also übertrieben?

Arpagaus: Der strukturelle Abwärtstrend dürfte anhalten, und der Online-Handel wird weiter Marktanteile gewinnen.

Und trotzdem setzen Sie aggressiv auf diese Branche.

Arpagaus: Das ist richtig. Vergleicht man den Umsatzrückgang der Detailhändler mit Ladenlokalen mit dem Zuwachs bei den Online-Händlern, zeigt sich eine Lücke. Die Verluste werden durch die Gewinne der Online-Retailer nicht kompensiert. Die Frage ist nun: Wohin fließt das eingesparte Geld?

Und wohin fließt es?

Arpagaus: Viele Analysten argumentieren, die Leute werden statt Kleider vermehrt Autos kaufen und in Restaurants essen. Unsere Meinung ist jedoch, dass die Konsumenten irgendwann wieder Kleider kaufen müssen, wobei nicht der gesamte Umsatz von den Online-Retailern abgeschöpft wird. Und wir glauben, dass wir diejenigen Unternehmen ausgewählt haben, die die aktuelle Durststrecke auch tatsächlich überleben werden.

Dazu zählt etwa der Jeansladen The Buckle. Was spricht für das Unternehmen?

Arpagaus: Unsere Auswahlkriterien waren, dass entweder eine Gründerfamilie hinter dem Unternehmen steht oder der CEO einen grossen Anteil besitzt. Ebenfalls wichtig ist, dass die Minderheitsaktionäre in der Vergangenheit mit Dividenden belohnt wurden und die Gesellschaft in der Boomphase bis 2014 keine Übernahmen durchgeführt hat.

Frech: Die Kapitaldisziplin ist ein wichtiges Kriterium.

Arpagaus: Zudem kamen nur schuldenfreie Unternehmen in Frage, damit die wohl weiter fallenden Gewinne nicht plötzlich Schuldenklauseln auslösen, die zu Problemen führen könnten. Schliesslich kaufen wir Firmen, die ihre Ladenflächen mieten und nicht selbst besitzen.

Weshalb?

Arpagaus: Wir rechnen damit, dass sich der Markt für Verkaufsflächen wegen der



Peter Frech (links) und Livio Arpagaus investieren nur in Unternehmen, die freien Cashflow erwirtschaften. Deshalb meiden sie momentan Rohstoff- und Energiefirmen.



vielen Konkurse zu einem Mietermarkt entwickeln wird.

Frech: Aktuell werden mehr Läden geschlossen als während der Finanzkrise 2008/2009. Es ist also tatsächlich ein heftiger Einbruch zu beobachten, weshalb viele Einkaufszentren unter Druck sind.

Somit dürften Mieter in den Genuss niedrigerer Mieten kommen?

Arpagaus: Genau. Zudem wird ein Detailhändler einen schlecht laufenden Laden eher schliessen, wenn er mietet, als wenn er die Immobilie besitzt. Damit sinkt das Risiko, dass unprofitable Läden weiterbetrieben werden. Deshalb könnte bei den von uns selektierten Detailhändlern – The Buckle, Foot Locker, American Eagle Outfitters und Cato – der freie Cashflow weniger fallen, als der Markt erwartet.

Was ist am Gesundheitssektor attraktiv?

Frech: Die Anleger sind zu skeptisch. Das sah man bereits bei der Einführung von Obamacare 2009/2010, und das scheint auch jetzt wieder der Fall zu sein. Die aktuelle politische Unsicherheit führt zu

anspruchsvoller ist als das Aufbewahren von Büchern.

Frech: Zudem sind die Margen extrem niedrig. McKesson setzt rund 200 Mrd.\$ um, bei einer Reingewinnmarge von knapp über 1%. Auch Amazon mit ihren tiefen Taschen müsste einige Milliarden in die Hand nehmen, um entsprechende Skaleneffekte zu erzielen.

Anders als gewisse Value-Anleger setzen Sie auch auf den Finanzsektor.

Frech: Wir halten vor allem Finanzdienstleister wie attraktiv bewertete Asset-Manager, deren Ertrag stabil ist. Sie stehen zwar vor grossen Herausforderungen, ihre Kurse haben aber nach unten überschossen. Auch Börsenbetreiber wie die Bolsas y Mercados Españoles oder die Warschauer Börse mögen wir. Neu haben wir den Indexanbieter MSCI im Portfolio, der vom Trend zum passiven Anlegen profitiert. Unsere Bankpositionen jedoch haben wir stark reduziert. So haben wir zum Jahresanfang alle US-Bankaktien verkauft, da sie in der Trump-Euphorie den von uns geschätzten fairen Wert erreicht haben. In Europa halten wir noch drei Bankwerte.

Halten Sie auch Schweizer Valoren?

Frech: Wir machen unsere Bottom-up-Selektion weltweit und ohne Vorurteile. Die besten vierzig Titel schaffen es schliesslich in unseren Fonds und haben alle das gleiche Gewicht. Und in der Schweiz finden wir einfach nichts.

Arpagaus: Kürzlich haben wir uns zwar Roche angeschaut.

Aber verworfen?

Frech: Roche ist teurer als vergleichbare Pharmatitel in den USA oder Japan. Seit der Eurokrise, als eine Fluchtbewegung in die Schweiz eingesetzt hat, haben wir keine hiesigen Titel mehr gekauft. Denn dadurch sind Schweizer Aktien teurer geworden als ähnliche ausländische Werte und für uns damit nicht mehr interessant.

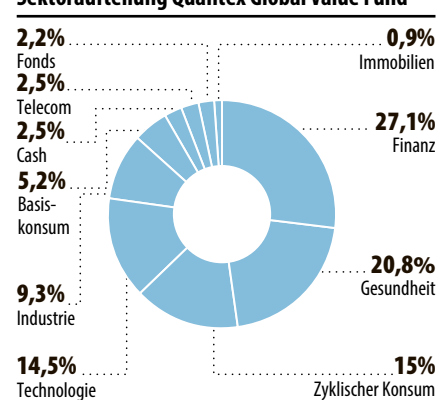
Sie sind auch in Apple investiert. Sind die Titel nach der Rally immer noch günstig?

Frech: Bislang ist das Unternehmen ziemlich diszipliniert mit seinen Mitteln umgegangen. In den vergangenen zwei, drei Jahren hat es die Ausschüttungen stark erhöht. Im Unterschied zu vielen anderen Technologieaktien ist die Bewertung auch nach den Kursavancen immer noch attraktiv. So wirft Apple eine Free-Cashflow-Rendite von knapp 10% ab. Deshalb behalten wir die Aktie weiterhin. Auch wenn man annimmt, das Unternehmen wachse nicht mehr weiter, stimmt die Bewertung.

Rohstoffsektoren meiden Sie immer noch?

Frech: Rohstoff- und Energiekonzerne erwirtschaften immer noch keinen freien Cashflow. Dadurch sind sie permanent auf den Kapitalmarkt angewiesen. Das ist im Moment bei den niedrigen Junk-Bond-Renditen kein Problem, kann aber relativ schnell zu einem werden. Wenn ein Sektor unsere Kriterien in Bezug auf Bilanzqualität und Cashflow-Rendite nicht erfüllt, haben wir eine Allokation von 0% – ungeachtet des Gewichts im Vergleichsindex.

Sektoraufteilung Quantex Global Value Fund



INTERVIEW: SANDRO ROSA