

# «Warnsignale im Markt werden heruntergespielt»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Peter Frech, Manager des Quantex Global Value Fund, setzt schwergewichtig auf Aktien aus den Sektoren Haushaltsgüter und Gesundheit.

**Herr Frech, wie schätzen Sie das Marktumfeld ein?**

Was mir besonders auffällt, ist die grosse Diskrepanz zwischen der sorglosen Stimmung und der Realität, die durch hohe Verschuldung und Rezessionsgefahr gekennzeichnet ist. Die Situation erinnert mich frappant an die Dotcomblase und die Zeit vor der Finanzkrise, als Warnsignale heruntergespielt und Gefahren ignoriert wurden.

**Woran erkennen Sie diese Sorglosigkeit?** Sie lässt sich etwa an der hohen IPO-Aktivität und den niedrigen Risikoaufschlägen im Anleihenmarkt ablesen. Zudem weisen Unternehmen mit soliden Bilanzen keine Bewertungsprämie gegenüber Gesellschaften mit schlechten Bilanzen auf.

**Vor welchen Branchen, die vordergründig attraktiv wirken, raten Sie ab?** Generell gilt: Der Markt befindet sich in einer sehr reifen Phase. Das erkennen wir auch in unserem Bottom-up-Prozess. Für Anleger zahlt es sich nicht aus, mutig zu sein. Vieles, was im Spätzyklus eklatant billig aussieht, ist gar nicht günstig, sondern Schrott – wie beispielsweise stark verschuldete Banken oder Zykliker.

**Können Sie weitere Marktsegmente nennen, bei denen Sie zurückhaltend sind?** Konkret tauchen zurzeit viele Halbleiteraktien in unserem Value Screen auf – doch dürften sich diese Unternehmen auf dem Höhepunkt ihres Zyklus befinden, was uns vorsichtig stimmt. Wenn man die Gewinne normalisiert, sehen die Titel plötzlich nicht mehr günstig aus. Berücksichtigt man zudem das Risiko, dass der Handelsstreit zwischen den USA und China eskaliert, ist definitiv Skepsis angebracht.

**Lange hatten Sie keine Schweizer Titel in Ihrem Fonds. Erst letztes Jahr haben Sie mit Roche wieder einen hiesigen Valor gekauft. Ist er weiterhin im Portfolio?** Die Titel von Roche haben sich seit letztem Jahr erfreulich entwickelt. Wir bleiben investiert. Für einen Konzern, der ein stetiges Wachstum im einstelligen Prozentbereich erwirtschaftet, wirkt die Bewertung noch immer attraktiv. Im Gegensatz zu einigen Wettbewerbern hat sich Roche zudem nicht mit überbeurteilten Akquisitionen die Bilanz ruiniert.

**Welche Unternehmen aus dem Konsumsektor halten Sie für interessant?** Jüngst haben wir Aktien des britischen Modeunternehmens Superdry gekauft. Das alte Management hat Markttrends verschlafen. Deshalb musste regelmässig mit Preisnachlässen operiert werden. Nun ist der Gründer, der zwischenzeitlich vom Management herausgeekelt worden war, zur Gesellschaft zurückgekehrt. Zwar braucht der Turnaround wahrscheinlich Zeit. Das Gute ist jedoch, dass Superdry eine solide Bilanz besitzt und sich diese Zeit nehmen kann. Zudem scheinen viele Fehler des alten Managements lösbar zu sein. Wir wissen nicht, ob die Marke permanent Schaden genommen hat. Angesichts der niedrigen Bewertung wird man für dieses Risiko allerdings entschädigt.

**Welche Valoren finden Sie sonst attraktiv?** Wir halten unter anderem die Titel von Dominos Pizza Group. Die Pizzakette ist vor allem in Grossbritannien und Irland präsent, wo sich das Geschäft sehr erfreulich entwickelt. Weniger gut läuft es in Skandinavien und der Schweiz. Doch für diese Sparten bezahlt man angesichts der niedrigen Bewertung praktisch nichts. Es ist wie eine Gratisoption darauf, dass sich das Geschäft in diesen Regionen erholt. Zwar sind die Eintrittsbarrieren im Pizzamarkt vergleichsweise niedrig. Die starke Marke von Dominos Pizza hat allerdings nicht nur logistische Vorteile, sondern sorgt auch für hohe Kundenbindung.

**Mit Hypera haben Sie ein brasilianisches Unternehmen im Fonds. Welche Gründe stecken hinter der Investition?**



«Die Sorglosigkeit zeigt sich an niedrigen Risikoaufschlägen im Anleihenmarkt.»

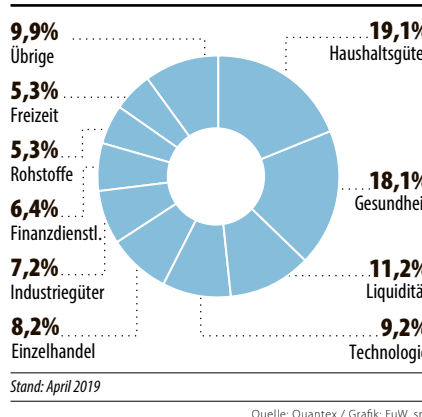
Hypera ist ein Generikahersteller, der sich mit dem Verkauf der Kosmetiksparte auf das Kerngeschäft fokussiert und den Devestitionserlös für Aktienrückkäufe verwendet hat. Die Gesellschaft weist eine solide Bilanz auf und bietet eine respektable Cashflow-Rendite. Eigentlich würde sie eine Prämie verdienen. Doch der brasilianische Aktienmarkt ist als Ganzes zurzeit nicht gerade gefragt.

**Mit Centamin befindet sich eine Goldminenaktie unter ihren grössten Positionen. Wie dürfte sich der Goldpreis entwickeln?** Der Goldpreis stagniert seit Jahren – was insofern auch Sinn macht, als angesichts der gelösten Marktstimmung das Edelmetall zurzeit als Krisenversicherung wenig gefragt ist. Gerade wenn es zu einer Rezes-

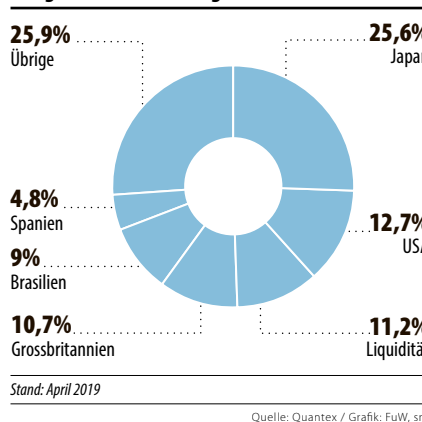
*«Anders als einige Wettbewerber hat sich Roche nicht mit überbeurteilten Akquisitionen die Bilanz ruiniert.»*

sion kommt oder der Handelskrieg eskaliert, könnte das jedoch die Goldnotierungen unterstützen. Es gibt viele Minenaktien wie Centamin, die bereits auf dem aktuellen Goldpreisniveau solide Free Cashflows erwirtschaften und hohe Dividenden ausschütten. Die durchaus plausible Chance, dass der Goldpreis steigt, wirkt hier also wie eine Gratisoption.

## Sektoraufteilung Quantex Global Value Fund



## Geografische Verteilung



**Sie haben gleich mehrere Vertreter aus der Tabakbranche im Portfolio.**

Altria haben wir wegen der unsinnig teuren Übernahme des E-Zigarettenherstellers Juul abgestossen. Ansonsten halten wir weiterhin die Titel von Imperial Brands, Philip Morris International und Japan Tobacco. Im Verlauf des letzten Jahres sind die Aktien günstiger geworden, auch wegen der regulatorischen Unsicherheit. Der wachsende Fokus auf E-Zigaretten und Heat-Not-Burn-Zigaretten dürfte dieses Risiko nun aber verringern. Zudem lockt beispielsweise bei Imperial Brands eine Dividendenrendite von 9%, die voll vom Free Cashflow gedeckt wird.

**Welche Aktien finden Sie sonst spannend?**

Wir haben vor Kurzem Titel von Matahari Department Stores gekauft, eine indonesische Einzelhandelskette. Auch wegen der Onlinekonkurrenz hat sich das Wachstum stark verlangsamt. Deshalb ist der Kurs der Aktie um drei Viertel eingebrochen. Das Unternehmen erwirtschaftet jedoch solide Free Cashflows. Mit einer Dividendenrendite von 8% und einer Aktienrückkaufquote von 4% erhält man eine Ausschüttungsrendite von 12%. Und das von einem Konzern ohne Schulden.

**Es fällt auf, dass Sie recht stark in japanischen Unternehmen investiert sind. Bis vor wenigen Jahren galten diese nicht gerade als anlegerfreundlich.**

Tatsächlich gibt es in Japan noch immer verkrustete Gesellschaften, die in den alten Konglomeratsstrukturen verharren. Doch die Zahl moderner, aktionärsfreundlicher Unternehmen wächst stetig.

**Können Sie ein konkretes Beispiel nennen?**

Wir halten Titel von Daito Trust Construction, ein Baukonzern, der in einer attraktiven Nische aktiv ist. In Japan erhält man Steuervergünstigungen, wenn man ungenutztes Land bebaut und die Immobilien anschliessend vermietet. Und genau das macht Daito. Weil das Unternehmen den Immobilienbau und die Bewirtschaftung kombiniert, ist der Geschäftsgang weniger zyklisch als das klassische Baugeschäft. Zudem schüttet Daito eine ansehnliche Dividende aus und führt Buybacks durch. Allein 2011 hat der Konzern 25% der eigenen Aktien zurückgekauft.

**Gibt es Konzerne, die es Ihrer Meinung nach mit Aktienrückkäufen übertreiben?**

Statistisch lässt sich feststellen, dass Aktienrückkäufe oft schlecht getimt und prozyklisch umgesetzt werden. Das Management kauft gerade dann Aktien zurück, wenn sie besonders teuer sind. Vor allem in den USA haben sich viele Unternehmen damit ihre Bilanz ruiniert. Diese Gesellschaften dürften in nächsten Abschwing in grosse Probleme laufen. Doch Unternehmen, die wir in unserem Fonds halten, erachten wir als günstig, weshalb wir in diesen Fällen Aktienrückkäufe grundsätzlich als vorteilhaft einstufen.

**Bei welchem Unternehmen können Sie nicht verstehen, weshalb der Markt das grosse Potenzial nicht erkennt?**

Sony ist so ein Fall. Der japanische Technologiegigant leidet weiterhin unter seinem angestaubten Image. Die drei Sparten, die über die Hälfte zum Betriebsgewinn beitragen – Musik, Gaming und Bildsensoren –, wären als eigenständige Unternehmen sehr angesagt und würden wohl entsprechend hoch bewertet.

**Gibt es Valoren, bei denen Sie nur darauf warten, dass sie ein bisschen günstiger werden, um zuzugreifen?**

Was wir sicher in der nächsten Krise kaufen werden, sind Aktien aus der Luxusgüterbranche – von Unternehmen, die mit ihren soliden Bilanzen und Produkten auch schwierige Zeiten durchstehen können. Ich denke da etwa an Swatch Group und Richemont. Diese Titel sind allerdings noch nicht genügend billig.

INTERVIEW: FRANK HEINIGER

## Markttechnik

### Kein Bärenmarkt angesagt

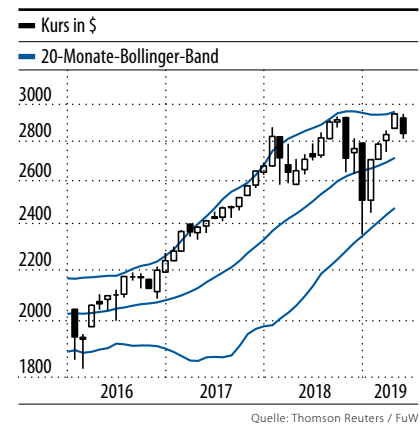
Was kann man über den US-Index S&P 500 sagen, ohne die Trends seiner Konstituenten unter Berücksichtigung ihrer Gewichtung zu kennen? Was kann man über die Konstituenten sagen, ohne die technische Verfassung der Konkurrenten aus anderen Ländern zu kennen? Was kann über all diese Aktien gesagt werden, ohne das technische Profil der globalen Sektoren und Industrien zu kennen?

Nichts! Das ist, was ich meine, wenn ich von vernetzender technischer Analyse spreche. Das Defizit der fundamentalen Analyse besteht darin, dass sie keinen Aufschluss über den Einfluss des Geschehens an der Börse auf die Denk- und Entscheidungsprozesse der Anleger gibt. Das tut die technische Analyse – allerdings nur dann, wenn sie in die Breite geht und sehr viele Daten vernetzt. Wird der Einfluss, den George Soros als «reflexiv» bezeichnet, ausgeklammert, werden teure Aktien verkauft, die noch viel teurer werden und billige Aktien werden gekauft, die noch viel billiger werden.

### Gespaltener Markt

Vernetzende technische Analyse ist ein kontinuierlicher, angesichts der Geschwindigkeit der Veränderungen an den Märkten computergestützter Prozess, der schleichende Mikroveränderungen feststellt und begleitet mit dem Ziel, eine Antwort auf die Frage zu finden: Kommt eine grosse Veränderung zustande? Dass dabei der Fokus auf den S&P 500 gelegt wird, ist angesichts der Kapitalisierung der US-Börse von fast zwei Drittel der Weltkapitalisierung

### S&P 500



## Meinungen zur Börsenlage

### Überbeurteilte IPO

Diverse Börsengänge haben in letzter Zeit Aufsehen erregt. Etliche Anleger scheinen sich durch Emotionen leiten zu lassen, so bei den US-Fahrdiensten Uber und Lyft – beide mit mehreren Milliarden Dollar bewertet, obwohl auch in naher Zukunft keine Aussicht auf Gewinn und freien Cashflow besteht. Dass es auch anders geht, zeigt Stadler Rail. Der IPO-Preis wurde vernünftig festgesetzt. Auf dem aktuellen Niveau erachten wir die Papiere allerdings als fair bewertet. Wir legen das Augenmerk weiterhin auf Qualitätsunternehmen mit innovativen Produkten, solider Bilanz und attraktivem Cashflow, der steigende Ausschüttungen erlauben, aktuell in der Schweiz zum Beispiel Kühne + Nagel, Sika, Schindler oder BKW.

PRIVATBANK VON GRAFFENRIED

### Alcon

Alcon bleibt in Bezug auf den angestrebten Turnaround auf Kurs. Die Quartalszahlen lagen im Rahmen der Managementziele. Nach dem rasanten Börsenstart nimmt der Aktienkurs bereits eine starke Umsatz- und Gewinnverbesserung vorweg. Risiken im Zusammenhang mit diversen Produktlancierungen und die schwache Bilanzqualität werden weitgehend ausgeblendet, was das Potenzial für Kursrückschläge erhöht. Wir empfehlen, den Titel nach dem starken Börsendebüt zu verkaufen. **ST. GALLER KANTONALBANK**

sicher richtig. Dazu kommt, dass der S&P 500 die erste Geige im Börsengeschichten auf der Welt spielt.

Was steht hinter einem Index, der nach zehn Jahren Hausse begleitet von grösseren Rückschlägen 2011, 2015, 2016 und 2018 am letzten Freitag 3,2% unter seinem historischen Höchst schloss? Dahinter steht seit 2016 ein stark gespaltener Markt, der den Existenzstand dadurch herbeiführte, dass es ein paar viel stärker als der S&P 500 steigende Industrien gegeben hat und weiter geben wird, einige sich im deutlichen Bärenmarktmodus entwickeln und etliche vor sich hindümpeln.

### Der rote Faden

Grosse Unterschiede mit Blick auf Richtung der Trends und ihr Momentum gibt es in und zwischen den Sektoren. Zur Illustration ziehe ich den MSCI Industrials mit seiner Gewichtung von 11% herbei, der aus vierzehn Industrien besteht, wovon sieben positive Profile haben, die anderen negative.

Es gibt jedoch trotz aller Heterogenität der Erwartungen, wie sie in den divergierenden Trends der Aktien, Industrien und Sektoren zum Ausdruck kommt, einen roten Faden, und der heisst Innovation. Ein Beispiel dafür bot im April Disney. Während vier Jahren notierte der Titel zwischen 90 und 100\$. In der gleichen Zeit legte der S&P 500 rund 45% zu. Im April stiegen die Disney-Aktien 26%, nachdem das Unternehmen bekanntgegeben hatte, selbst in das Streaming einzusteigen.

Die Marktweite ist nirgends hoch, auch nicht in den USA. Gelingt es aber, durch Vernetzung eine sinnstiftende Erzählung zu finden, dann hebt sich das negative Signal der niedrigen Marktweite auf. Ein Bärenmarkt wird erst dann beginnen, wenn es kein Narrativ mehr gibt. Solange aber das aktuelle Narrativ gilt, wird auch das andere Merkmal anhalten, das nun seit vier Jahren mehr oder weniger der ständige Begleiter der Börsen ist: hohe Volatilität, die durchaus zu erschrecken vermag. Jedoch kein Bärenmarkt wie zuletzt 2008.

ALFONS CORTES [www.alfonscortes.com](http://www.alfonscortes.com)

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

### Dividendensegen

Trotz der sich verschlechternden Rahmenbedingungen bleiben wir für die internationalen Aktienmärkte weiterhin optimistisch gestimmt, bestehen doch berechtigte Hoffnungen auf ein Durchschreiten der wirtschaftlichen Talsohle zum Ende des Jahres. Dreh- und Angelpunkt in den kommenden zwölf Monaten bleiben für die Aktionäre die vergleichsweise hohen Dividendenzahlungen. Anleger erhalten eine Dividendenrendite, die die Verzinsung von Anleihen so deutlich übersteigt wie seit langer Zeit nicht mehr. Das ist ein attraktiver Lohn für das Warten auf die konjunkturelle Besserung.

DZ PRIVATBANK

### Favorit Asien

Nach der starken Performance asiatischer Börsen (ohne Japan) seit Jahresanfang stellt sich die Frage, ob sich ein Engagement weiter lohnt. Kurzfristig wird der Handelsstreit China-USA dominieren, aber längerfristig überwiegen die attraktiven fundamentalen Faktoren. Asien und China bleiben Wachstumsmotoren der Weltwirtschaft. Der Binnenkonsum gewinnt dank stark wachsender Mittelschicht an Bedeutung. Asiatische Grosskonzerne dürften von den langfristigen globalen Technologietrends überdurchschnittlich profitieren. Sie haben ihre Kapitaleffizienz gesteigert und legen vermehrt Wert auf nachhaltige Unternehmensführung. Die Bewertung ist moderat. **BLKB**