

Markttechnik

Galenica und LarfargeHolcim

Die Meinung zu Galenica? Mittelmässig! Auf eine unpräzise Frage gibt es auch eine unscharfe Antwort. Galenica befindet sich seit November in einer Konsolidierung. Daran ändert sich auch nichts, wenn der Aktienkurs, wie von Mitte Februar bis Mitte März, um 25% steigt, oder, wie von Mitte April bis letzte Woche, um 15% fällt.

Der Titel konsolidiert. Man kann das akzeptieren oder die Tunnelblick-Sichtweise einnehmen, bei der dann im Monatsakt Hausse auf Baisse folgt und umgekehrt.

Die Relationen wahren

Zurzeit gibt es noch keine klare Idee, wie diese Konsolidierung im Detail weitergeht. Vielleicht ist da eine Triangel am Entstehen begriffen, vielleicht auch ein Flag. Das spielt letztlich auch keine grosse Rolle, denn beide sind Konsolidierungsstrukturen, die den vorhergehenden Trend unterbrechen und nach

denen es in der ursprünglichen Richtung weitergeht. Aufgrund der Strukturdaten sind diesbezüglich längerfristig Kurse um 1800 Fr. zu erwarten. Damit kommen wir an einen wichtigen Punkt: 1800 Fr. sind für längerfristige Investoren dann interessant, wenn die Kurse nicht schon bei 1600 notieren. Solch höhere Notierungen wirken sich nämlich ungünstig auf das Chancen-/Risiko-Profil aus, bei Kursen zwischen 1300 und 1200 Fr. wiederum ist es positiv.

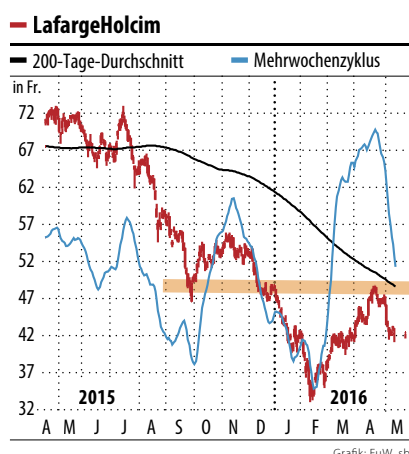
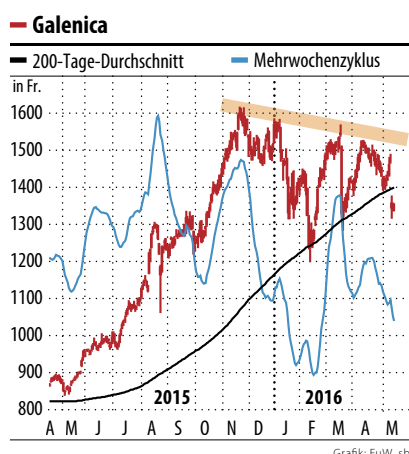
Wenn die Aktie dort unten notiert, ist der Kurs kurzfristig gefallen. Die Lust, mittelfristige Strategien zu befolgen, ist bei den meisten Investoren dann trotzdem geringer, als wenn der Kurs bei 1600 Fr. steht. Mit kurzfristiger Sicht längerfristige Strukturen zu bewirtschaften, funktioniert nicht.

Nicht verzagen

Dass LafargeHolcim vor drei Wochen bei rund 50 Fr. aufgelaufen ist, erstaunt nicht. Extrem viele Aktien wiesen damals eine ähnliche Konstellation auf, was in der Mehrwochenvorschau Anlass war, trotz langfristiger positiver Einschätzung auf die Bremse zu treten. LafargeHolcim zum Beispiel hatte innerhalb von zehn Wochen um rund 50% zugelegt und notierte vor einem prägnanten Widerstand. Was hätte man da kurzfristig noch mehr erhoffen können? In solchen Augenblicken übergibt man die Aktien lieber einem Investor, der es vermeintlich besser weiss.

Die seit dem 20. April laufende Korrektur ist zyklisch bedingt und wird voraussichtlich noch ein bis zwei Wochen dauern. Dann wird die Sache wohl wieder interessant. Vielleicht streift der Titel bis dann sogar 40 Fr., was einem 20%igen Rückgang entspräche und freilich nicht leicht verträglich ist. Doch diese Aktie ist nun einmal sehr beweglich. Der vergangene 50%-Anstieg hat deshalb genauso wenig mit Outperformance zu tun, wie ihm der jüngste Kursrückgang anzukreiden ist. Beim nächsten Anstieg dürfte sich LafargeHolcim auch nicht lumpen lassen. Uns darf man auch davon ausgehen, dass der Widerstand bei 50 Fr. keiner mehr ist. **ROLAND VOGT** www.invest.ch

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



Meinungen zur Börsenlage

Langfristanlage

Die vielerorts bereits aufgegebenen Eurozone lag im ersten Quartal bezüglich Wachstum weltweit an der Spitze, vor den USA, Grossbritannien und auch Japan. Allerdings bleiben die zyklischen und strukturellen Probleme bestehen. Auf der anderen Seite waren die schlimmsten Befürchtungen zu China wohl übertrieben, und die Schwächezeichen in den USA scheinen nur temporärer Natur zu sein. Dieses Auf und Ab erinnert daran, wie schwierig das Markttiming ist. In diesem Umfeld sind für langfristig orientierte Anleger Aktien daher weiterhin der beste Weg, um positive reale Rendite zu erzielen.

ROTHSCHILD WEALTH MANAGEMENT

Aktien Europa

Die Konjunktur im EU-Raum verbessert sich, und der Chartverlauf der Indizes sieht nach einem Seitwärtsverlauf aus. Ein Sell in May erwarten wir nicht. Dabei sollte aber nicht vergessen werden, dass die EZB ihre Finger im Spiel hat. Das dämpft die Unsicherheit, die die Anleger eigentlich beschäftigt. Wir nehmen eine defensive Grundhaltung ein. Unser Fokus gilt weiterhin Aktien von Nischenanbietern, bei deren Bewertung und Ertragsaussichten die Gefahr von Enttäuschungen als gering einzustufen ist. Wir kaufen Dürr, Rosenbauer, Wacker Chemie und Rhön-Klinikum. Risikofähigeren Anlegern empfehlen wir Zalando sowie Michelin.

NÜNLIST INVESTMENT MGT.

Emerging Markets

Nach volatilen Monaten haben sich die Rohstoffpreise stabilisiert. Vor allem der Ölpreis erholte sich sogar substanziell. Gleichzeitig mit der nur langsam wachsenden US-Wirtschaft schwindet damit die Wahrscheinlichkeit von zwei oder mehr Zinserhöhungen in diesem Jahr. Entsprechend erwarten wir, dass der Dollar sein handelsgewichtetes Höchst demnächst finden wird. Diese Konstellation ist positiv für Anlagen in Schwellenländern und wird dort auch durch eine Erholung des wirtschaftlichen Momentums, bessere Leistungsbilanzen und stärkere Währungen unterstützt. Weiter spricht für Schwellenländer die die Bewertung und, als Kontraindikator, die negative Einschätzung durch Investoren. Wir haben einen ersten Schritt in Emerging Markets gewagt, präferieren aber noch Anleihen über Aktien. **BANK VONTOBEL**

Obligationen

Die Attraktivität von Unternehmensanleihen wird zusätzlich gestützt durch den Hunger der Anleger nach Dividendeneinkommen – etwa 25% des weltweiten Markts für Staatsanleihen hat aktuell eine negative Rendite – und die Möglichkeit, dass die Europäische Zentralbank als Teil ihrer expansiven Geldpolitik Unternehmensanleihen kauft. Mit der gleichen Begründung setzen wir auf weltweite Immobilienanlagen, namentlich europäische Gewerbeimmobilien. **STANDARD LIFE INVESTMENTS**

«Manager können nicht mit Geld umgehen»

MITTWOCHSINTERVIEW Peter Frech und Livio Arpagaus, Manager des Quantex Global Value Fund, setzen auf amerikanische und südeuropäische Finanztitel und meiden Öl- und Bergbauwerte.

Herr Frech, Herr Arpagaus, wo finden Sie noch günstige Aktien?

Frech: Zurzeit werden wir vor allem im Finanzsektor fündig. Banken und Fondsverwalter, die unter Abflüssen und unter der Konkurrenz durch Indexfonds leiden, werden von den Anlegern abgestraft. Im Technologiesektor finden wir Hardwarefirmen, die ausser Mode sind, aber üppigen freien Cashflow erzielen.

Arpagaus: Ende 2015 haben wir zudem begonnen, in US-Detailhändler wie Hibbett Sports zu investieren. Anfang Jahr eröffneten sich weitere Kaufgelegenheiten, beispielsweise im US-Biotech-Sektor.

Worauf schauen Sie bei der Aktienauswahl?

Frech: Unser Fokus liegt auf drei Kennzahlen: dem freien Cashflow relativ zum Unternehmenswert, dem Unternehmenswert relativ zum Gewinn vor Zinsen und Steuern – Ebit – und schliesslich dem Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit.

Sie gehen also rein mechanisch vor?

Frech: Im ersten Schritt schon. Wir sortieren das Aktienuniversum gemäss den erwähnten Kriterien und konzentrieren uns dann auf die besten 10% der Unternehmen. Dann folgt die Qualitätskontrolle. Sind die Zahlen plausibel? Verzerren Sondereffekte das Bild? Danach analysieren wir das Geschäftsmodell.

Und wenn diese Hürden genommen sind?

Frech: Dann ermitteln wir den «fairen» Wert, indem wir den künftigen freien Cashflow schätzen und mit einem konservativen Zins von 10% abdiskontieren. Eine Aktie ist für uns interessant, wenn sie mindestens 30% unter diesem Wert handelt.

Achten Sie auch auf das Management?

Frech: Absolut. Es ist zentral, was das Management mit den liquiden Mitteln macht. Uns ist wichtig, dass die Unternehmen aktionärsfreundlich handeln und regelmässig Mittel an die Kapitalgeber ausschütten. In einer Studie haben wir gezeigt, dass in den vergangenen fünfzehn Jahren diejenigen US- und Schweizer Unternehmen die beste Gesamtrendite abwarfen, die netto möglichst viel an ihre Aktionäre und Gläubiger zurückzahlten.

Aktienrückkäufe auf Pump gehören aber nicht dazu.

Frech: Nein, wir haben explizit den Cashflow aus Finanzierungstätigkeit berücksichtigt. Wer Schulden macht, um eigene Aktien zurückzukaufen, betreibt diesbezüglich ein Nullsummenspiel.

Belasten hohe Ausschüttungen nicht das künftige Wachstum?

Frech: Theoretisch schon – die Praxis zeigt jedoch ein anderes Bild. Manager können nicht mit Geld umgehen. Oftmals werden «überschüssige» Mittel in wertvernichtende Übernahmen oder zweitklassige Projekte investiert. Schüttet ein Unternehmen regelmässig Mittel an die Kapitalgeber aus, hat das einen disziplinierenden Effekt.

Arpagaus: Darum bevorzugen wir Firmen in wenig kapitalintensiven Sektoren. Sie haben in der Regel einen grösseren Spielraum, Mittel auszuschütten. Zudem achten wir darauf, ob das Management opportunistisch eigene Aktien kauft.

Was heisst das?

Arpagaus: Oft kaufen Unternehmen im dümmsten Zeitpunkt Aktien zurück – wenn die Kurse nahe am Höchst notieren. Kauft die Führung jedoch vermehrt eigene Aktien, nachdem der Kurs stark gefallen ist – und ist sie umgekehrt zurückhaltend, wenn der Kurs hoch ist –, zeigt das, dass das Unternehmen preisbewusst ist und im Sinne der Eigentümer handelt.

Wie vermeiden Sie Bewertungsfallen?

Frech: Wir tapen immer wieder in solche Fallen. Das gehört zum Value-Investieren. Aber es hilft, dass wir den freien Cashflow relativ zum Unternehmenswert betrachten – damit haben wir immer auch ein



Peter Frech (links) und Livio Arpagaus suchen weltweit nach unterbewerteten Aktien. Ein wichtiges Auswahlkriterium ist der Cashflow relativ zum Unternehmenswert.

Auge auf die Nettoverschuldung. Ist sie nicht allzu hoch, hält sich das Konkursrisiko in Grenzen. Zudem fordern wir einen positiven freien Cashflow, damit die Gesellschaften selbstfinanziert sind.

Aber eine Garantie ist es nicht.

Frech: Leider nein. Ein Beispiel ist der US-Harddiskhersteller Seagate, dessen Umsatz und Gewinn zuletzt kollabiert sind. Gleichzeitig ist der freie Cashflow eingebrochen – er ist aber immer noch positiv. Ist das nun bloss eine temporäre Flaute im PC-Markt, oder werden Harddisks langsam obsolet? Das ist schwierig zu sagen.

Ein weiteres Hardwareunternehmen in Ihrem Fonds ist Apple.

Frech: Apple ist sehr attraktiv bewertet und verfügt über einen riesigen Nettocash-Bestand – auch nach Abzug einer möglichen US-Steuer von rund 35%, sollte das Cash repariert werden. Selbst wenn sich der freie Cashflow halbiert, wäre der Titel noch günstig. Der Markt rechnet mit einem gewaltigen Gewinnrückgang. Das gibt uns die nötige Sicherheitsmarge.

«Das Problem mit japanischen Firmen ist, dass sie kaum freie Mittel an ihre Anteilseigner ausschütten.»

PETER FRECH

Sie setzen stark auf Finanzwerte, die von vielen Value-Managern gemieden werden.

Frech: Banken sind wie eine Blackbox, bei der man nie genau weiss, was drinsteckt. Im Boom häufen sie oftmals Risiken an, die erst im Abschwung ersichtlich werden. Deshalb investieren wir nie in Aktien einer Bank, die in einem Boom steckt. Wir greifen erst nach einer Krise zu, wenn die in den Bilanzen versteckten Leichen zum Vorschein gekommen sind – und es sich abzeichnet, ob die Bank überlebt. Dann lohnt sich der Einstieg. Aus diesem Grund reizen uns US-Banken und solche aus Italien, Spanien und Zypern.

Arpagaus: Und deshalb meiden wir Schweizer, skandinavische und kanadische Banken, die einen langen Kredit- oder Immobilienboom hinter sich haben.

Was halten Sie von Investmentbanken?

Frech: Generell bevorzugen wir klassische Kreditinstitute. Allerdings mögen wir Goldman Sachs, da es sich dabei eigentlich um einen verkappten Asset-Manager handelt und die Aktien günstig sind.

Arpagaus: Es ist zwischen Finanzdienstleistern und Banken zu unterscheiden.

Die zehn grössten Positionen

	Anteil (in %)
Regions Financial	3,10
Aberdeen Asset Management	3,05
GameStop	3,05
Aegean Airlines	2,90
Bolsas y Mercados Españoles	2,90
Coats Group	2,90
Bank of Cyprus	2,88
UniCredit	2,88
Fifth Third Bancorp	2,85
Atrium European Real Estate	2,84

Zu Ersteren zählen Börsenbetreiber und Fondsverwalter – das sind wahre Cashflow-Maschinen. Sie sind weder kapitalintensiv, noch bergen sie Kreditrisiken.

Sind bei den Fondsverwaltern nicht die Margen enorm unter Druck?

Arpagaus: Deshalb sind sie ja so günstig. Alle sagen, aktives Investieren sei out, die Zukunft gehöre den passiven Indexfonds. Aber schaut man sich die Unternehmen genauer an, zeigt sich, dass sie auch dann noch günstig sind, wenn 30 oder 50% des Cashflows wegbrechen. Das ist eine üppige Sicherheitsmarge.

Frech: Sowohl bei den Banken als auch bei den Fondsverwaltern sind die Erwartungen äusserst gering. Es ist nicht zwingend so, dass uns ihre Geschäftsmodelle immer überzeugen, aber ihre Aktienkurse spiegeln schon viele negative Nachrichten.

Rohstoffwerte sind ebenfalls unbeliebt.

Frech: Energiekonzerne generieren aber nach wie vor keinen freien Cashflow – selbst bei einem Ölpreis von 100\$ gelang es dem Gros der Energiekonzerne nicht. Sie investierten den Mittelfluss umgehend in neue Projekte. Der aktuell niedrige Ölpreis hat die Lage noch verschärft. Zwar kürzen die Ölmultis ihre Investitionen, beschneiden damit aber ihre künftige Produktion. Firmen wie Shell und BP müssen sich gar zusätzlich verschulden, um eine Dividende ausschütten zu können. Deshalb sind sie für uns uninteressant.

Schweizer Werte sucht man in Ihrem Fonds vergebens.

Frech: Ja, hiesige Titel fehlen seit geraumer Zeit. Das bedeutet allerdings nicht, dass sie schlecht sind. Wir finden in anderen Regionen einfach attraktivere Aktien.

Arpagaus: Fallen Novartis allerdings noch weiter, könnten sie schon bald auf unserem Radar auftauchen.

Japanische Aktien sind ebenfalls nicht vertreten. Weshalb?

Frech: Das Problem mit japanischen Unternehmen ist, dass sie kaum freie Mittel an ihre Anteilseigner ausschütten. Liquide Mittel werden oftmals gehortet oder für Übernahmen verwendet.

Arpagaus: Zudem stören uns die unternehmerischen Verflechtungen. Japanische Firmen sind oftmals eng mit Abnehmern, Zulieferern und Banken verbandelt, sodass die Interessen der Kleinanleger oft zu kurz kommen.

Sie investieren auch in Schwellenländer.

Frech: Genau, in Polen halten wir unter anderem Aktien der Warsaw Stock Exchange, des Betreibers der polnischen Börse. Dank eher geringen Fixkosten und niedrigem Kapitalbedarf erzielt die Warsaw Stock Exchange relativ konstanten freien Cashflow, der praktisch vollumfänglich als Dividende ausgeschüttet wird.

Wo sehen Sie aktuell die grössten Chancen?

Frech: Südeuropäische Banken bieten das grösste Kurspotenzial. Überleben UniCredit oder Bank of Cyprus, notieren ihre Kurse in einigen Jahren massiv höher.

INTERVIEW: SANDRO ROSA