

INTERVIEW

«Goldminen haben den Wind im Rücken»

Livio Arpagaus und Peter Frech, Manager des Quantex Global Value Fund, setzen auf defensive Aktien aus den Branchen Gesundheit und Tabak. Im Gespräch erklären sie, weshalb auch BHP Billiton ein Kauf ist und warum sie Swatch Group nach kurzer Zeit abgestossen haben.

Sandro Rosa

19.05.2020, 02.30 Uhr

Das Pflaster für Value-Investoren bleibt hart. Während Qualität ihren Preis hat, lauern in den zyklischen Sektoren viele Value-Fallen. Dennoch finden Peter Frech und Livio Arpagaus vom Vermögensverwalter Quantex attraktive Unternehmen.

Im Gespräch mit The Market erklären die beiden Fondsmanager unter anderem, weshalb die Notenbanken mit ihren präzedenzlosen Massnahmen Zombieunternehmen am Leben erhalten und warum die Aktien von Goldminenbetreibern ein Kauf sind.

Zudem sagen sie, weshalb die Titel von Tabakfirmen und japanischen Gesundheitskonzernen ins Portfolio gehören – und warum sie im März Swatch-Group-Aktien gekauft und kurz darauf abgestossen haben.

Herr Arpagaus, Herr Frech, die Weltwirtschaft steht vor einer heftigen Rezession, und die Börsen kratzen bereits wieder an ihren alten Höchstständen. Wie passt das zusammen?

Peter Frech: Es ist ja nicht ausgeschlossen, dass es bis zum nächsten Jahr zu einer V-förmigen Konjunkturerholung kommt. Ein solches Szenario ist nun, zumindest für den US-Markt, eingepreist. Aber es ist

sehr unwahrscheinlich. Entsprechend ist das Chancen-Risiko-Profil von Aktien derzeit so schlecht wie seit Jahren nicht mehr. Wenn die Wirtschaft tatsächlich in eine Depression rutscht, sind die Risiken sehr gross.

Livio Arpagaus: Die Börse fokussiert momentan vor allem darauf, wie sich die Coroonaansteckungen entwickeln. Gehen sie zurück, fassen die Anleger es positiv auf, und die Aktien steigen. Der Markt glaubt, sobald die Coronakrise vorüber sei, sei alles wieder gut. Er blendet die langfristigen Konsequenzen einer hohen Arbeitslosigkeit für die Kaufkraft einfach aus.

Nicht alle Unternehmen leiden gleichermassen.

Arpagaus: Das stimmt, aber der Markt ist überzeugt, gewisse Unternehmen könnten sich von der Wirtschaft entkoppeln. Etwa die FAANG-Konzerne Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google sowie alle Firmen, die mit Cloud-Diensten und Heimarbeit zu tun haben. Der populäre Videodienstanbieter Zoom ist ein weiteres Beispiel.

Frech: Apple notieren bereits wieder knapp unter ihrem Rekordhoch. Niemand fragt, ob die Konsumenten angesichts des Konjunkturunbruchs noch eine grosse Kauflust auf Smartphones verspüren.

Verleiht der Trend zu vermehrter Arbeit von zu Hause diesen Firmen nicht Rückenwind?

Frech: Wahrscheinlich schon. Andererseits schrumpft die Nachfrage wegen der hohen Arbeitslosigkeit und der rückläufigen Kaufkraft. Wenn mehr Leute von zu Hause aus arbeiten, ist das kurzfristig positiv für Microsoft. Wenn jedoch immer mehr Unternehmen Konkurs anmelden, Stellen abbauen und weniger Computer und Softwarelizenzen benötigen, wirkt sich das negativ aus. Dass sich gerade die grössten und am höchsten bewerteten IT-Konzerne einer

globalen Rezession entziehen können, ist eine abenteuerliche Annahme. Besonders anfällig sind Alphabet und Facebook, die von zyklischen Werbeeinnahmen abhängig sind.

Wie sollen sich Anleger in diesem Umfeld positionieren?

Frech: Grundsätzlich stehen wir vor dem gleichen Problem wie schon 2019, dass nämlich der Markt zweigeteilt ist: Auf der einen Seite sind die teuren Aktien, die ein perfektes Szenario einpreisen, auf der anderen diejenigen Titel, die extrem gefallen sind und auf den ersten Blick relativ günstig aussehen, aber auch mit ernsthaften Problemen konfrontiert sind. Dazu gehören Valoren aus dem Hotel-, dem Gastro-, dem Reise- oder dem Airlinesektor und dem Detailhandel. Da lauern praktisch ausnahmslos Value-Fallen. Diese Unternehmen sind in ihrer Existenz bedroht.

Arpagaus: Wir wollten eigentlich gerne in Energiefirmen investieren. Das Problem ist aber, dass wir im ganzen Sektor nur ein Unternehmen gefunden haben, das eine Netto-Cash-Position hat. Viele Energiekonzerne sind stark verschuldet.

Ist das ein Problem? Überschuldete Unternehmen werden ja von den Notenbanken gerettet.

Arpagaus: So einfach ist es leider nicht. Es gehen ja trotzdem Unternehmen in Konkurs, es werden nicht alle gerettet – auch im Energiesektor nicht.

Frech: Gerade weil so viele überschuldete Gesellschaften gerettet werden, wird das Problem verlängert. Der Energiesektor wäre für Anleger viel attraktiver, wenn die Hälfte der Ölförderer bankrottginge. Dann würde die Produktion einbrechen, und die überlebenden Firmen hätten bessere Chancen, von höheren Rohölpreisen zu profitieren und sich zu erholen. Durch das billige Geld werden bloss Zombie-Unternehmen am Leben erhalten und wird sichergestellt, dass in diesen Sektoren auf Jahre keine anständige Rendite erzielt werden

kann. Das sieht man bei den Fluggesellschaften.

Jetzt wissen wir, was es zu meiden gilt. Welche Bereiche sind für Anleger interessant?

Frech: Zum Beispiel der Tabaksektor. Er ist stabil und von der Coronakrise kaum tangiert. In Anbetracht seiner defensiven Qualitäten ist er erstaunlich günstig bewertet – anders als der eher teure Nahrungsmittelsektor. Da spielt wohl das schlechte Image eine Rolle.

Diese Aktien haben jetzt aber auch korrigiert.

Frech: Genau, die Aktien sind gefallen, während die freien Cashflows stabil geblieben sind. Entsprechend werden diese Gesellschaften eine unverändert hohe Dividende bezahlen. Und das in einem Umfeld, in dem viele Firmen ihre Ausschüttung stark kürzen oder ganz streichen müssen.

Der Tabakkonzern Imperial Brands verspricht eine Dividendenrendite von hohen 12%. Weshalb schlagen die Anleger da nicht zu?

Frech: Das können wir uns auch nicht erklären. Die einzige Begründung, die uns einleuchtet, ist die Übertreibung um ESG, also das Anlegen nach ethischen, sozialen und Governance-Kriterien. Wer nach ESG investiert, schliesst solche Unternehmen systematisch aus, was die Bewertung drückt. Aus Imagegründen will wohl niemand mehr diese Firma anfassen. Aber der freie Cashflow reicht aus, um die Dividende zu zahlen. Wir sind auch seit längerem in Philip Morris und Japan Tobacco investiert. Neu gekauft haben wir kürzlich British American Tobacco.

Was ist sonst noch interessant?

Arpagaus: Neben Tabak haben wir ein hohes Gewicht in Goldminen und japanischen Apothekenketten. Diese Segmente verfügen über

solide Bilanzen, sind kaum vom Coronavirus betroffen oder profitieren sogar davon.

Was spricht für Goldminen?

Arpagaus: Goldminen profitieren davon, dass der Goldpreis wegen der konjunkturellen Unsicherheit stark gestiegen ist. Für uns sind Gold und Goldminenaktien eine Versicherung, für die man momentan relativ wenig bezahlt, weil die Kurse von Goldminenbetreibern bislang zurückgeblieben sind.

Eine Versicherung wogegen?

Frech: Potenziell gegen einen starken Anstieg der Inflation, aber auch gegen das Risiko von Deflation, beispielsweise bei Massenpleiten und womöglich einer neuen Bankenkrise. 2011, während der letzten Eurokrise, ist der Goldpreis ja auch stark gestiegen. Gold ist für beide monetäre Extremszenarien eine gute Absicherung.

Nimmt der Goldpreis nicht schon vieles vorweg?

Frech: Im Verhältnis zu den extremen Schritten der Notenbanken und den schuldenfinanzierten fiskalpolitischen Massnahmen vieler Regierungen, die so gross sein werden wie nie seit dem Zweiten Weltkrieg, ist der Goldpreisanstieg sehr moderat. Gold war lange sehr unpopulär und ist jetzt von einem niedrigen Niveau gestiegen. In der letzten Goldhausse, die 2001 begonnen hatte, hat sich der Goldpreis innerhalb weniger Jahre verfünffacht. Nach einem Anstieg von 20% ist eine Goldhausse nicht schon vorbei. Zumal es gute fundamentale Gründe für den Anstieg gibt.

Goldminenbetreiber haben lange schlecht gewirtschaftet.

Frech: Das stimmt. Aber heute ist der gesamte Sektor kerngesund, er gehört zu den wenigen, die in den vergangenen Jahren Schulden abgebaut haben, und dank des steigenden Goldpreises erzielen diese

Firmen einen hohen freien Cashflow. Es kommt ständig zu Dividendenerhöhungen. Und diese Unternehmen sind nicht nur robust gegenüber der Krise, sondern sie profitieren sogar davon, zumal die Minen weiter fördern können. Je stärker andere Gesellschaften ihre Dividende kürzen, desto wertvoller werden Unternehmen, die ihre Ausschüttung erhöhen können.

Auf welche Gesellschaften sollen Anleger setzen?

Frech: Die in Australien domizilierte Regis Resources gefällt uns: Ohne Schulden und mit rund 170 Mio. austr. \$ Cash und Gold in der Bilanz ist der Titel defensiv aufgestellt. Die Bewertung ist attraktiv: Die Free-Cashflow-Rendite beläuft sich auf mehr als 10%, mit steigender Tendenz. Die Dividendenrendite beträgt aktuell 5,9%.

Gibt es noch weitere Namen?

Frech: Die australische Independence Group ist auch interessant. Was wir an den australischen Goldminen mögen, sind die politische Stabilität und die Schwäche des australischen Dollars. Da bei diesen Minen die Kosten in einer schwachen Währung anfallen und der Goldpreis stark ist, erhöhen sich die Margen. Goldminen haben tatsächlich den Wind im Rücken. Und die Aktien sind nach wie vor nicht teuer.

Arpagaus: Zusätzlich ist der Rohölpreis eingebrochen. Weil Diesel den grössten Anteil an den variablen Kosten ausmacht, ist auch diese Entwicklung positiv für die Unternehmen. Die Kombination von steigenden Absatz- und fallenden Inputpreisen ist ideal.

Sind nur Goldförderer interessant, oder gilt das generell für Bergbaukonzerne?

Frech: Den Bergbaukonzern BHP Billiton finden wir attraktiv: Auch er profitiert vom tieferen Ölpreis und vom günstigen australischen Dollar – er ist ja vor allem in Australien aktiv. Der Bergbau ist zwar ein

zyklischer Sektor, wird aber von Corona nicht direkt in Mitleidenschaft gezogen, da die Produktion nicht stillsteht. Sobald sich die Konjunktur erholt, werden auch die Rohstoffpreise wieder anziehen. Das Kerngeschäft des Konzerns wurde durch Corona nicht permanent beschädigt. Im Gegensatz zum Energiesektor haben die Bergbaukonzerne ihre Bilanzen nicht mit Schulden ruiniert.

Arpagaus: Das ist eine Lehre aus der Krise von 2015, als viele dieser Unternehmen ebenfalls hohe Schulden hatten und unter Druck gerieten, als die Rohstoffpreise fielen. Seither haben sie ihre Bilanzen gestärkt.

Worauf schauen Sie, wenn Sie in zyklische Unternehmen investieren?

Frech: Beim Kauf von zyklischen Gesellschaften bleiben wir generell vorsichtig und setzen auf Sektoren, die nur indirekt und vorübergehend vom Coronavirus betroffen sind. Wir haben zum Beispiel Aktien von mehreren britischen Häuserbauern wie Persimmon und Taylor Wimpey im Portfolio. Dort ist die Nachfrage ebenfalls bloss zyklisch betroffen, Baustellen können auch unter Virusbedingungen aufrechterhalten werden, und ihre Bilanzen sind ebenfalls sehr gut.

Besteht nicht das Risiko, dass der britische Häusermarkt für die nächsten Jahre einfriert, sollte es zu einer schweren Rezession kommen?

Frech: Natürlich, allerdings haben sich die Aktienpreise der Häuserbauer bereits halbiert, man wird also für das Risiko entschädigt. Aber wir glauben nicht, dass es einen permanenten Einbruch der Häusernachfrage geben wird.

Arpagaus: Dazu kommt: Wenn weitere Fiskalstimuli beschlossen werden, dann dürfte auch der Häusermarkt in den Genuss von Unterstützungsmassnahmen kommen. In Grossbritannien werden nach wie vor zu wenige Häuser gebaut. Das in der Finanzkrise 2008 lancierte Programm für Leute, die erstmalig ein Haus kaufen, wird

weitergeführt, was der Nachfrage helfen sollte. Die Bilanzen dieser Unternehmen sind zudem so robust, dass sie durchaus zwei Jahre überstehen können, ohne neue Häuser zu bauen und ohne an den Kapitalmarkt gelangen zu müssen. Persimmon hat rund 800 Mio. £ in der Bilanz, ohne Schulden.

Sie haben den Gesundheitssektor erwähnt. Weshalb der Fokus auf japanische Unternehmen?

Frech: In Japan finden wir deutlich mehr attraktive Gesundheitstitel als anderswo. Sie verfügen über eine sturmsichere Bilanz und in vielen Fällen sogar über eine Netto-Cash-Position. Mit solchen Aktien im Portfolio können wir sehr gut schlafen. Viele US-Gesundheitskonzerne sind teuer und haben sich in den vergangenen Jahren zu stark verschuldet – sei es für Übernahmen, sei es für Aktienrückkäufe. Eine löbliche Ausnahme ist das Biotechnologieunternehmen Biogen, das in unseren Augen viel zu günstig bewertet ist.

Arpagaus: Pharmagesellschaften gehören wohl auch zu den aktionärsfreundlichsten in Japan. Sie schütten eine Dividende aus und kaufen eigene Aktien zurück. Japanische Konzerne sind zudem Weltmeister im Horten von Cash in der Bilanz, und wir versuchen, diejenigen ausfindig zu machen, die auch die Aktionäre teilhaben lassen. Zudem leiden diese Unternehmen nicht unter der Pandemie.

Wer gehört dazu?

Frech: Zum Beispiel Shionogi. Das Unternehmen ist stark bei HIV-Medikamenten, erhöht jedes Jahr die Dividende und kauft eigene Aktien zurück. Auch die Apothekenketten Sundrug und Matsumotokiyoshi sind sehr aktionärsfreundlich. Das Gleiche gilt für den Pharmadistributor Suzuken.

In Europa gibt es keine attraktiven Werte?

Frech: Nein, in der Eurozone finden wir praktisch keine interessanten Unternehmen. In Europa hat es einfach sehr viel zyklischen, überschuldeten Schrott mit grossen Schwierigkeiten, wozu auch die Banken zählen. Daneben gibt es einige wenige qualitativ sehr gute Unternehmen, aber die sind extrem teuer. Dazwischen gibt es leider nichts.

Ihre Kriterien sind eine stabile Bilanz, ein nachhaltiges Geschäftsmodell und eine vernünftige Bewertung. Erfüllen Luxusgüterkonzerne diese Anforderungen nicht?

Arpagaus: Eigentlich schon. Mitte März haben wir Aktien von Swatch Group gekauft. Das Unternehmen ist gut aufgestellt, die Bilanz überzeugt, und nach der Krise wird man auch wieder Uhren kaufen. Trotzdem haben wir die Titel rasch verkauft.

Weshalb?

Arpagaus: Uns ist bewusst geworden, dass diese Krise die Luxusgüterkonzerne wohl viel härter treffen wird als eine typische Rezession und die Risiken womöglich viel grösser sind als ursprünglich gedacht.

Frech: Der Rückgang des Tourismus trifft den Konzern besonders hart. Chinesen und Inder reisen nicht mehr in die Schweiz oder nach Hongkong und kaufen dort keine Uhren mehr. Der Kauf und die Auslandsreise scheinen zusammenzugehören. Zu Hause im Lockdown werden diese Uhren nicht erstanden, obschon das online möglich wäre. Zudem ist es das erste Mal, dass wir vor einer globalen Rezession stehen. In der Finanzkrise 2008 sind Schwellenländer wie China – und damit die Nachfrage nach Luxusgütern – immer noch gewachsen.

Peter Frech

Quelle: Quantex

Während des Studiums der Psychologie an der Universität Zürich und danach arbeitete Peter Frech einige Jahre als Finanzjournalist. Seit Dezember 2005 ist er als Fondsmanager tätig, seit 2007 bei Quantex. Er verwaltet den Quantex Strategic Precious Metal Fund, den Quantex Commodity Fund und den Quantex Global Value Fund. Alle drei Fonds haben Lipper-Awards als jeweils beste Fonds in ihrer Kategorie gewonnen. Zuletzt erhielt der Quantex Global Value Fund 2015 die Auszeichnung als bester globaler Aktienfonds über drei und fünf Jahre auf dem schweizerischen wie auch dem deutschen Markt.

Livio Arpagaus

Quelle: Quantex

Vor seinem Studium sammelte Livio Arpagaus während zwei Jahren seine erste Praxiserfahrung in der Finanzbranche bei Swiss Life Select, wo er berufsbegleitend das Diplom zum Finanzberater IAF erwarb. 2015 schloss er das Wirtschaftsstudium an der Universität St. Gallen mit dem M.A. MAccFin ab. Zeitgleich arbeitete er für ein Jahr beim Vermögensverwalter Forma Futura und bildete sich zum CIIA weiter. Livio Arpagaus wurde schon früh von der Faszination des Value Investing gepackt und investiert seit dem zwölften Lebensjahr in Aktien.

ANALYSE

Zyklische Aktien auf dem Prüfstand

Seit dem 18. März schneiden zyklische Sektoren besser ab als ihre defensiven Pendanten. Ist das die Trendwende oder bloss ein Strohfeuer?

Sandro Rosa 08.05.2020



INTERVIEW

«Unter der Oberfläche brauen sich neue Probleme zusammen»

Larry McDonald, Herausgeber des «The Bear Traps Report», rechnet mit einem baldigen Rückschlag an den Börsen. Er fürchtet neue Spannungen an den Kreditmärkten und sieht Insolvenzgefahr bei öffentlichen Schuldnern wie Italien oder dem Bundesstaat New York.

Christoph Gisiger 07.05.2020



DAS INTERVIEW

«Europäische Autobauer könnten im nächsten Abschwung bankrott gehen»

Livio Arpagaus und Peter Frech, Manager des Quantex Global Value Fund, setzen auf defensive Aktien aus den Branchen Gesundheit und Haushaltsgüter. Im Gespräch erklären sie unter anderem, weshalb Roche, Sony und der britische Häuserbauer Persimmon ein Kauf sind.

Sandro Rosa 12.08.2019



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.