

INTERVIEW

«ESG ist ein guter Vorwand, um in Technologieaktien zu investieren»

Livio Arpagaus und Peter Frech, Manager des Quantex Global Value Fund, haben ihre Bargeldquote zuletzt stark reduziert und setzen aggressiv auf zyklische Aktien. Im Interview erklären sie, warum sie Rohstoffkonzerne kaufen und IT-Firmen meiden.

Sandro Rosa

10.11.2020, 09.42 Uhr

In Europa nehmen die Coronafallzahlen rasant zu, und die von diversen Regierungen beschlossenen Massnahmen werden die ohnehin schon fragile Konjunktur belasten. Zudem besteht die Gefahr, dass die Konstellation nach den US-Wahlen ein grösseres Fiskalpaket verhindert.

Trotz dieser Unsicherheitsfaktoren setzen Peter Frech und Livio Arpagaus vom Schweizer Fonds- und Vermögensverwalter Quantex in ihrem Global Value Fund auf zyklische Aktien und vermeintliche Coronaverlierer.

Im Gespräch mit The Market erklären Arpagaus und Frech unter anderem, weshalb sie stark auf Rohstoffwerte setzen und Aktien aus den Sektoren Technologie und Gesundheit meiden. Zudem sagen sie, was für die Titel von Philip Morris, Ralph Lauren und Vale spricht.

Herr Frech, Herr Arpagaus, Europa steht vor einem neuen Lockdown, und auch in den USA steigen die Covid-19-Fallzahlen wieder. Ein Konjunkturreinbruch scheint programmiert. Zeit für Anleger, in die Defensive zu gehen?

Peter Frech: Nein. Erstens sind defensive Aktien und Coronagewinner

generell sehr teuer geworden, vor allem Technologietitel. Umgekehrt sind die vermeintlichen Coronaverlierer, primär zyklische Valoren, sehr günstig. Zudem ist die zweite Welle zwar Realität, aber man testet auch mehr als im Frühling, und die Sterblichkeit ist nicht wahnsinnig hoch. Schliesslich sind wir auch einem Impfstoff deutlich näher. Deshalb muss man weniger Angst haben als im März. Gleichzeitig sind die Bewertungsunterschiede aber wieder ähnlich gross wie damals, was für uns heisst, wieder offensiv in zyklische Werte und Value-Aktien zu investieren.

Die Mortalität ist das eine. Aber mit den Lockdowns in Europa wird doch die Konjunktur abgewürgt?

Livio Arpagaus: Der Schaden in Europa ist weniger gross, da es sich um einen «Lockdown Light» handelt. Die Schulen bleiben geöffnet, die Baustellen ebenfalls, nur die nicht lebensnotwendigen Geschäfte wurden geschlossen. Aber es gibt natürlich Sektoren, die nochmals unter die Räder kommen, wie z.B. alles, was mit Reisen zu tun hat, oder die Gastrobranche. Für globale Unternehmen ist jedoch wichtiger, was in den USA und in China geschieht. Solange es dort keine neuen Lockdowns gibt, sind diese Firmen kaum betroffen. Ein gutes Beispiel ist der Rohstoffsektor. Bei vielen Rohstoffen ist die Nachfrage aus Europa nicht ausschlaggebend.

Haben Sie in diesem Segment Aktien zugekauft?

Frech: Bereits im März, April haben wir kräftig im Rohstoffsektor aufgestockt und Goldminenbetreiber, aber auch Förderer von Industriemetallen gekauft, weil sie abgestraft worden waren. Aber während sich die Rohstoffpreise rasch erholt haben, handeln Bergbauaktien nach wie vor zu einem deutlichen Bewertungsabschlag. Und das, obwohl sie nicht tangiert sind von den Lockdowns, weder auf der Produktionsseite noch auf der Nachfrageseite. Es wird weiter gebaut, in China ohnehin.

Sind Rohstoffwerte auch eine Wette auf Infrastrukturprogramme?

Frech: Nein, unsere Auswahl ist rein bottom-up getrieben. Wir haben aufgestockt, weil wir in diesem unpopulären Segment plötzlich zweistellige Free-Cashflow-Renditen erhielten, und das oft in Kombination mit robusten Bilanzen. Aber ja, gerade die Rohstoff- und besonders die Bergbauwerte gehören zu den grössten Profiteuren von staatlichen Investitionsprogrammen und von Initiativen wie dem «Green New Deal». Doch während der Aktienkurs von Tesla irgendwo in der Stratosphäre ist, sind die Valoren von australischen Minen, die das Nickel für die Tesla-Batterien liefern, spottbillig. Diese Schere wird sich über kurz oder lang schliessen.

Was haben Sie konkret gekauft?

Frech: Wir haben Nickel Mines Limited gekauft, ein australisches Unternehmen mit Minen in Indonesien. Zudem haben wir die ebenfalls australische IGO Group sowie den brasilianischen Bergbaukonzern Vale ins Portfolio genommen. Er baut zwar hauptsächlich Eisenerz ab, aber er ist auch der zweitgrösste Nickelproduzent der Welt.

Wäre BHP Billiton nicht ebenfalls ein Kandidat?

Frech: Bei BHP Billiton sind wir im März eingestiegen, doch die Aktie erreichte relativ schnell den fairen Wert, weshalb wir sie abgestossen haben. BHP ist zwar noch nicht teuer, aber die Rendite des freien Cashflows ist unter 10% gefallen und ist somit weniger attraktiv als bei anderen Titeln.

Arpagaus: Generell fällt auf, dass Unternehmen, die potenziell von einem Anstieg der Inflation profitieren, günstig sind, während solche, denen Disinflation zugutekommt, sehr teuer sind. Angesichts der verbreiteten Meinung, die Zinsen und die Inflation würden noch während Jahren sehr niedrig bleiben, ist das spannend.

Frech: Das ist praktisch das Spiegelbild der Situation von vor zehn Jahren. Damals waren wir auf dem Höhepunkt eines langen Rohstoffbooms. Mit dem Start der quantitativen Lockerung durch die Notenbanken erwarteten alle einen Inflationsschub. Die Leute haben sich auf Inflationsabsicherungen gestürzt, Rohstoffe und Minenaktien waren sehr teuer. Doch die Inflation blieb aus. Während nämlich die Geldpolitik extrem expansiv war, standen die Regierungen in den USA und in Europa auf die Bremse.

Und das ist heute anders.

Frech: Richtig, heute sind sowohl Geld- als auch Fiskalpolitik extrem expansiv. Gleichzeitig sind aber alle Vermögenswerte, die von einer steigenden Inflation profitieren, unbeliebt und deshalb sehr günstig.

Unbeliebt ist das Stichwort: Es gibt kaum einen unpopuläreren Sektor als Energie. Eröffnet das Chancen?

Arpagaus: Ja, erstmals seit langem investieren wir wieder in Energietitel. Und zwar in zwei Raffineriebetreiber in den USA: HollyFrontier und Valero. Ölproduzenten finden wir weiterhin wenig attraktiv, sie sind auch heute noch teuer.

Gemessen an der Free-Cashflow-Rendite?

Arpagaus: Genau, das Kurs-Gewinn-Verhältnis und Ähnliches interessiert uns nicht. Wir achten auf den freien Cashflow. In vielen Fällen ist auch die Bilanz zu schwach.

Frech: Die Cashflows sind niedrig, weil die Konzerne kräftig investieren müssen. Sind gleichzeitig die Schulden hoch, ist das in einem zyklischen Sektor gefährlich. Jetzt aber gibt es immerhin einzelne überzeugende Player wie etwa Technip, die wir jüngst gekauft haben. Das ist ein

Ölserviceunternehmen, das vor allem Bau und Engineering im Offshore-Business anbietet.

Was überzeugt an Technip?

Frech: Das Unternehmen hat netto keine Schulden, sondern Cash in der Bilanz, und verfügt über einen stabilen Ertrag, da es von den grossen Ölkonzernen langfristige Aufträge erhält. Die zahlen auch weiterhin. Anders als viele US-Driller, die Umsatzeinbussen von teilweise 80% erlitten haben, musste Technip keinen Rückgang einstecken. Dennoch ist der Kurs 70% gefallen. Das ist eine spannende Ausgangslage.

Arpagaus: Ein anderer Kandidat, den wir im Sektor gekauft haben, ist die kanadische Pason Systems. Sie produziert Messsysteme und Software, die den Druck in Ölfeldern messen. Das Unternehmen ist voll betroffen davon, dass die Bohraktivität stark zurückgegangen ist, aber es ist überhaupt nicht kapitalintensiv, hat rund 180 Mio. kan. \$ Cash in der Bilanz und keine Schulden. Zudem bewegen sich die jährlichen Ausgaben für Kapitalinvestitionen im einstelligen Millionenbereich. Die Bilanz ist so solide, dass die Gesellschaft auch fünf Jahre ohne Umsatz überleben würde.

Kommt der Sektor mit Blick auf ESG für Investments denn überhaupt noch in Frage?

Frech: Irgendwann haben sich alle vom Sektor verabschiedet. Apple allein hat mittlerweile eine grössere Marktkapitalisierung als der gesamte Energiesektor. Die Situation ist inzwischen derart asymmetrisch, dass wohl nur wenig Geld aus dem Technologie- in den Energiesektor fliessen muss, um extreme Kursbewegungen auszulösen.

Arpagaus: Allerdings überrascht es auch uns immer wieder, wie lange gewisse Trends Bestand haben können. Irgendwann ist aber der Punkt erreicht, an dem

allein die Dividendenrendite so hoch ist, dass der Kurs gar nicht mehr steigen muss, um eine anständige Rendite abzuwerfen.

Frech: Ich glaube auch, dass ein Teil der ESG-Gelder irgendwann zurückfließen wird. In den vergangenen Jahren war ESG ganz einfach ein guter Vorwand, um Technologieaktien zu kaufen. Wer mehr Microsoft, Apple und Alphabet erworben hat, musste nicht auf Performance verzichten. Wer keine Energiewerte im Depot hatte, ebenfalls nicht. Aber wenn es ein paar Jahre in die andere Richtung geht, werden sich viele das Ganze nochmals überlegen. Das ist eine gute Voraussetzung für eine Rally in zyklischen Titeln aus «schmutzigen» Industrien. Ohne die geht es nämlich nicht. Ohne Metalle gibt es keine iPhones und keine Teslas.

Arpagaus: Auch bei den grünen Infrastrukturprogrammen muss man sich fragen, wer am Ende profitiert. Das sind die Rohstoffkonzerne, die Silber, Nickel und Eisen für die Infrastruktur liefern.

Setzen Sie auch auf andere Coronaverlierer?

Frech: Ja. Was wir in den letzten Wochen gekauft haben, ist jedoch riskanter, wie zum Beispiel die Luxusgüterunternehmen Hugo Boss und Ralph Lauren. Das sind klare Coronaverlierer, aber man sieht auch dort: Das zweite und das dritte Quartal haben zwar geschmerzt, aber die Unternehmen sind nicht in ihrer Existenz bedroht. Zwischen Lockdown und reduzierter Öffnung wursteln sie sich durch, weil sie auch ihre Kosten senken können. Stimmt unsere These, dass wir näher am Ende als am Anfang der Coronamassnahmen sind, macht es aus unserer Sicht keinen Sinn, dass diese Titel immer noch auf einem solch tiefen Niveau handeln wie im März.

Arpagaus: Der Wirtschaft geht es gar nicht so schlecht, das sieht man an den Einkaufsmanagerindizes, die seit einigen Monaten positiv sind. Die Wirtschaft hat im April einen Boden gefunden und wächst seither wieder. Der Markt will

das aber noch nicht wahrhaben.

Obschon die Einkaufsmanagerindizes die Konjunktur sehr zeitnah erfassen, bilden sie die Lockdowns wohl noch nicht vollständig ab. Hat das keinen Einfluss auf Firmen wie Ralph Lauren?

Frech: Der Einfluss auf Ralph Lauren ist gering, weil das Unternehmen einen grossen Umsatzanteil in den USA und Asien erzielt. Und dort haben wir keinen Lockdown. Nun ist die Frage, was nach den Wahlen passiert. Nur wissen wir das nicht. Wir schätzen jedoch, dass die betroffenen Unternehmen überleben werden. Natürlich nur, wenn die Ausnahmesituation nicht noch Jahre dauert, aber drei bis sechs Monate mit abwechselndem Lockdown und anschliessender Öffnung sollten kein riesiges Problem sein, auch auf der Finanzierungsseite nicht.

Hugo Boss, die Sie auch im Portfolio haben, ist aber stärker auf Europa fokussiert.

Arpagaus: Ja, Hugo Boss erzielt etwa zwei Drittel des Umsatzes in Europa. Wenn der Lockdown nochmals drei Monate dauert, wird das die Firma aber nicht umbringen.

Wie schätzen Sie andere Titel in der Branche ein – LVMH, Richemont oder Swatch Group? Diese Unternehmen sind stark auf Asien ausgerichtet. Und dort sieht es ja besser aus.

Frech: Die sind uns einfach etwas zu teuer. Da ihre Free-Cashflow-Rendite deutlich unter 10% liegt, sind sie für uns zu wenig interessant. Es gibt genügend andere Titel, die günstiger sind und auf normalisierter Basis eine Rendite von 10, 15 oder sogar 20% bieten. Wir haben kürzlich aber bei Tapestry, dem Hersteller von Coach-Handtaschen, zugeschlagen. Das Geschäft läuft ansprechend, aber die Aktie ist bereits wieder deutlich gestiegen in den

vergangenen Wochen.

Setzen Sie auch auf Coronagewinner?

Frech: Uns gefallen die schwedischen Onlinecasino-Aktien Betsson und Kindred Group. Die laufen sehr gut, schon während des gesamten Lockdown. Dank der Öffnung des US-Marktes winkt ihnen jetzt eine neue riesige Wachstumschance. Und die Papiere sind nach wie vor sehr günstig bewertet, nicht wie Wachstums-, sondern wie Value-Titel. Insgesamt haben wir das Portfolio aber seit März in zwei Schritten deutlich offensiver gestaltet, da uns der Markt viele attraktive Opportunitäten in zyklischen Valoren offeriert hat.

Arpagaus: Wir sind nicht nur bei der Auswahl aggressiver geworden, wir haben auch unsere Bargeldquote stark reduziert. Noch im Februar betrug sie rund 10%, weil es schwierig war, attraktive Aktien zu finden. Jetzt sind wir voll investiert.

Wie schätzen Sie IT-Unternehmen ein? Wird Corona der Digitalisierung einen Schub verleihen, wovon sie nachhaltig profitieren werden?

Arpagaus: Wir glauben schon, dass dieser digitale Push nicht weggehen wird. Man merkt ja, wie sich viele Dinge online leichter erledigen lassen. Allerdings notieren Technologieaktien höher als noch zum Jahresanfang, der Markt nimmt also schon einiges vorweg. Das Problem ist ähnlich wie im Tech-Boom zur Jahrtausendwende: Es gibt viele Unternehmen, die um Marktanteile kämpfen. Wir benutzen für dieses Gespräch jetzt gerade Zoom. Aber wer weiss, ob Zoom in drei Jahren immer noch der Platzhirsch sein wird und nicht Skype...

Frech: ...oder Microsoft Teams oder Webex von Cisco oder was auch immer. Das Produkt ist ja weitgehend austauschbar. Weshalb soll also Zoom eine Marktkapitalisierung von 150 Mrd. \$ haben? Zumal sie noch kaum Geld damit

verdient. Den grossen IT-Konzernen geht es natürlich gut, sie profitieren von der Pandemie, jedoch sind sie sehr teuer. Und es gibt eine ganze Reihe von fragwürdigen Unternehmen, die teilweise zu zwei- oder sogar dreistelligen Milliardenbeträgen bewertet werden – das weckt Erinnerungen an die Blase von 1999.

Aber gewisse defensive Unternehmen haben Sie bestimmt noch im Portfolio?

Frech: Was wir immer noch haben, sind Tabakaktien: Philip Morris, Imperial Brands und BAT. Sie sind auch immer noch unerklärlich günstig, vor allem im Vergleich zu anderen Valoren aus dem Basiskonsumsektor, aber auch absolut gesehen. Das Geschäft läuft, ist stabil und wächst nach wie vor leicht. Mit den Heated-Tobacco-Produkten, die ein geringeres Gesundheitsrisiko aufweisen, besteht auch das Potenzial für Margen- und Imageverbesserungen, das der Markt jedoch überhaupt nicht anerkennt. Diese Titel werden wie zyklischer Value-Schrott gehandelt, obwohl sie stabile Staples sind.

Gold konsolidiert seit einigen Monaten, und auch die Goldminen kommen nicht mehr richtig vom Fleck – trotz Stimulusmassnahmen. Ist die Luft draussen?

Frech: Die Goldminenbetreiber florieren, der Cashflow sprudelt, und die Bewertungen sind moderat bis tief. Was den Goldpreis gebremst hat, ist die Enttäuschung darüber, dass in den USA noch kein neues Stimuluspaket verabschiedet wurde. Langfristig sind wir für Gold jedoch sehr zuversichtlich. Fiskalstimuli und Helikoptergeld sind dank der Coronakrise als neue Werkzeuge etabliert worden und werden nicht so schnell weggelegt. Auch nach den US-Wahlen wird es grössere Fiskalstimuli und -defizite geben, als man sich vor zwei Jahren noch in den kühnsten Träumen hätte vorstellen können. Das ist positiv für Gold – und natürlich auch Goldminen.

Arpagaus: Wenn nun allerdings morgen die Nachricht käme, ein Impfstoff gegen Covid-19 sei verfügbar, würde der Goldpreis wohl nochmals abgestraft

werden. Dann hiesse es wieder Risk on, was schlecht ist für das Edelmetall. Paradoxerweise aber wäre wohl gerade eine solche Nachricht die Initialzündung für mehr Inflation, weil die Konsumenten ihr Geld dann fleissig ausgeben würden.

Das Anlegerinteresse an Goldminen ist erstaunlich gering, obwohl sie satte Gewinne erzielen und die Dividende erhöhen. Zudem ist die Ausgabendisziplin erstaunlich hoch.

Frech: Mit der Disziplin dürfte es bald vorbei sein. Wenn sich der Goldpreis auf diesem hohen Niveau stabilisiert und sich das Cash in der Bilanz türmt, wird die Verlockung wohl zu gross, Übernahmen durchzuführen oder neue Grossprojekte anzustossen. Aber das mangelnde Interesse überrascht tatsächlich. Viele potenzielle Investoren sagen uns, sie hätten die Goldhausse leider verpasst, und andere reduzieren ihre Positionen nach dem Kursfeuerwerk. Die Skepsis gegenüber der Rally im Goldpreis und in den Goldminen ist sehr gross. Derweil wird bei den Technologieaktien überhaupt nichts hinterfragt. Dort hat niemand den Eindruck, die Rally sei vorbei.

Welche Minen sind interessant?

Frech: Bei den Goldminen gehört Dundee Precious Metals zu unseren Favoriten. Sie betreibt zwei Minen in Bulgarien. Auch Endeavour Mining mit mehreren Minen in Westafrika überzeugt uns. Beide Unternehmen sind sehr profitabel und erzielen einen hohen freien Cashflow. Sie haben nun auch begonnen, Dividenden auszuschütten, und sie werden weiter steigen.

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

Goldminen-Konzerne treten ins Rampenlicht

Der hohe Goldpreis wird Unternehmen wie Newmont, Barrick und Agnico Eagle im dritten Quartal zu einem Glanzresultat verhelfen. Der Sektor bleibt attraktiv, das Edelmetall und Minenaktien stehen in einer säkularen Hausse.

Mark Dittli 22.10.2020



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



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.