

«Das Umfeld ist noch gefährlicher geworden»

MITTWOCHSINTERVIEW Peter Frech und Livio Arpagaus, Manager des Quantex Global Value Fund, setzen auf solide Aktien aus den Sektoren Haushaltsgüter, Rohstoffe und Energie.

Herr Frech, Herr Arpagaus, bei unserem letzten Gespräch im Mai 2019 haben Sie auf die riskante Diskrepanz zwischen der sorglosen Stimmung und der harschen Realität hingewiesen. Wie beurteilen Sie das Marktumfeld heute?

Peter Frech: Das Umfeld ist noch gefährlicher geworden. Die Spekulation und der Einfluss unbedarfter Anleger haben zugenommen. Die Märkte werden getrieben von massenhaft billigem Geld, das in die Wirtschaft gepumpt wird. Wenn die Quelle versiegt, gibt es ein böses Erwachen.

Livio Arpagaus: 2020 hat gezeigt, dass die Realwirtschaft und die Aktienmärkte nicht zusammenhängen müssen. Nach der Hausse des vergangenen Jahres könnte es 2021 genau umgekehrt laufen. Ein heftiger Konjunkturboom und grosse Sparvermögen der Haushalte bedeuten nicht, dass die Börsen ein gutes Jahr haben werden.

Werden die Zinsen und die Inflation weiter steigen, oder erwarten Sie eine Trendwende gegen unten? Und welche Auswirkungen erkennen Sie auf der Sektorebene?

Frech: Wie stark die Inflation steigt, können wir nicht sagen. Aber in vielen westlichen Ländern sind die Fiskaldefizite so hoch wie seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr. Man kann also damit rechnen, dass es zu einem Teuerungsschub kommt.

Arpagaus: Den Effekt der steigenden Zinsen hat man jüngst fast lehrbuchmässig im Aktienmarkt erkennen können. Mit steigenden Zinsen werden die weit in der Zukunft liegenden freien Cashflows stärker abdiskontiert, was den fairen Wert der Aktien reduziert – besonders bei den Wachstumstiteln. Irgendwann erreichen wir mit steigenden Zinsen den Punkt, an dem das Kreditrisiko stärker in den Vordergrund rückt, die hohe Schuldenlast vieler Unternehmen nicht mehr tragbar ist und es zu einem Massaker kommt.

Im Zuge der sich aufhellenden Konjunkturaussichten sind Zykliker jüngst sehr gut gelaufen. Haben sie überschossen, und droht hier womöglich eine Korrektur?

Frech: Wir haben die Bewertungsunterschiede zwischen zyklischen und defensiven Valoren regelmässig im Blick. Zykliker sind tatsächlich nicht mehr so billig wie im Oktober. Die Bewertungsschere zu den defensiven Titeln hat sich geschlossen.

Arpagaus: Man muss im aktuellen Umfeld aufpassen. Die Verlockung ist gross, überoptimistische Annahmen zu treffen. Im Öl- und Gassegment etwa kann man sich schnell ein überschuldetes Unternehmen schönrechnen. Unsere Erfahrung hat uns aber gelehrt, dass dies der falsche Weg ist.

Frech: Es besteht die Gefahr, dass man die Qualitätsleiter immer weiter runtersteigt und die Valoren, die man sich kauft, immer schrottiger werden. Wir werden bei Zyklikern also langsam vorsichtig. Die Reisebranche ist beispielsweise ein Sektor, der bereits zu heiss gelaufen ist.

Sie haben den Energiesektor erwähnt. Welche Titel halten Sie hier für attraktiv?

Frech: Den kanadischen Ölspezialisten Suncor Energy haben wir jüngst verkauft, weil die Aktie den von uns berechneten fairen Wert erreicht hat. Noch immer halten wir dagegen Lukoil und Royal Dutch Shell im Portfolio. Die integrierten Energiekonzerne sind weiterhin erstaunlich günstig. Royal Dutch Shell etwa wirkt auf den ersten Blick total langweilig, weist aber bedeutende Stärken wie das riesige Netz an Tankstellen auf, die man auch als Convenience Stores ansehen kann. Das zyklischere Öl- und Raffineriegeschäft gibt es obendrauf. Und die Free-Cashflow-Rendite liegt noch immer über 10%.

Sie sind gleich in mehreren Unternehmen der Tabakbranche investiert. 2019 waren Sie aus Altria ausgestiegen, haben sich inzwischen aber wieder engagiert. Weshalb?

Frech: Altria hatte für die Übernahme des E-Zigarettenherstellers Juul viel zu viel bezahlt. Inzwischen hat sie aber deutliche Wertberichtigungen vorgenommen. Auch der CEO musste gehen. Jetzt bezahlt man



Peter Frech (links) und Livio Arpagaus halten mehrere Tabakkonzerne im Portfolio.

beim Kauf der Aktie nichts mehr für die früheren Sünden.

Arpagaus: Mit den Akquisitionen hatte man sich die Finger verbrannt. Das neue Management konzentriert sich nun auf die alten Stärken. Zudem wurde ein Aktienrückkaufprogramm lanciert, ein Indiz, dass künftig weniger Geld für Übernahmen zur Verfügung stehen wird.

Frech: Grundsätzlich ist Tabak ein sehr defensiver Sektor. Das konnte man vergangenes Jahr in den stabilen oder gar steigenden Free Cashflows erkennen. Dennoch wird die Branche gegenüber dem restlichen Basiskonsumbereich mit einem massiven Bewertungsabschlag gehandelt. Mit neuen Produkten wie Heat-Not-Burn-Zigaretten ist zudem eine gewisse Wachstumsfantasie reingekommen. Sie weisen teilweise höhere Margen auf als die herkömmlichen Bereiche.

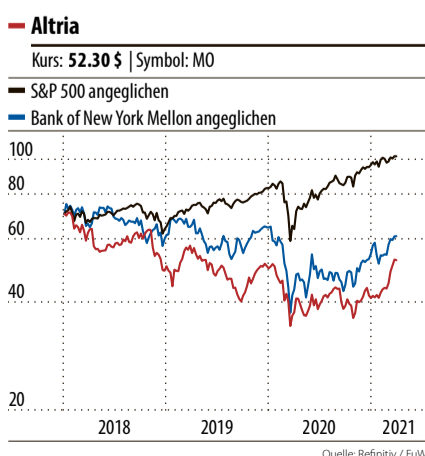
«Angesichts der geldpolitischen Massnahmen dürfte Gold bald wieder zu einem Thema werden.»

Mit Sberbank halten Sie einen russischen Finanztitel im Portfolio. Haben Sie keine Angst, dass US-Präsident Biden den Druck auf Russland verstärken und Sanktionen aussprechen wird?

Frech: Sberbank ist ein hoch profitables Finanzhaus mit einer starken Marktstellung, einem sehr hohen Gewinn und einer stattlichen Dividendenrendite. Weil die Zinsen in Russland nicht so stark gedrückt worden sind, hat die Bank immer einen soliden Zinsspread erwirtschaftet. Ein gewisses politische Risiko ist sicher da. Aber in unserem Bottom-up-Prozess spielt das für uns eine untergeordnete Rolle. Das ist ein Risiko, das man eingehen kann.

Finden Sie andere Finanztitel attraktiv?

Frech: Wir halten auch Aktien der Bank of New York Mellon. Sie sind attraktiv bewertet. Das Geschäft ist profitabel und nicht vom Zinsspread abhängig, weil es sich mehr um einen Finanzdienstleister denn um ein traditionelles Geldhaus mit Retail- und Kreditgeschäft handelt. Letzteres ist vor allem deshalb interessant, weil – sollte die Geldflut der Notenbanken versiegen – steigende Kreditausfälle für



die Bank of New York Mellon keine Bedrohung darstellen.

Sie halten Aktien aus dem Konsumsektor wie Big Lots oder Marks & Spencer.

Arpagaus: Was uns an Marks & Spencer gefällt: Die Bewertung ist absurd günstig. Das Business ist nicht so schlecht, wie der Markt es suggeriert. Denn einen bedeutenden Teil des Geschäfts macht der Verkauf von Lebensmitteln aus, der auch in schwieriger Zeit stützt.

Frech: Die Bewertung suggeriert zu Unrecht, dass es sich bei Marks & Spencer um einen sterbenden Kleiderhändler handelt. Ganz grundsätzlich tauchen nur wenige Unternehmen aus dem Konsumgüterbereich in unserem Screen auf, weil sich viele Aktien stark erholt haben.

Wie sieht es mit Goldminenaktien aus?

Frech: Mit Endeavour Mining und Dundee Precious Metals halten wir zurzeit zwei kanadische Goldminenunternehmen. Beide Titel sind absurd günstig. Selbst beim aktuellen Goldpreis von rund 1700\$ pro Feinunze erwirtschaften die Gesellschaften eine Free-Cashflow-Rendite von rund 15%. Zudem haben beide ein Aktienrückkaufprogramm lanciert. Gleichzeitig wird die Dividende erhöht. Trotz der niedrigen Bewertung scheint sich der Markt kaum für die Unternehmen zu interessieren, weil Gold aus der Anlegergunst gefallen ist. Angesichts der geldpolitischen Massnahmen und der Inflationsgefahr dürfte das Edelmetall aber bald wieder zu einem Thema werden.

Welche Unternehmen werden Ihrer Meinung nach vom Markt unterschätzt?

Frech: Beispielsweise der britische Hedge-Fund-Manager Man Group. Viele Asset-Manager kämpfen mit Problemen, nicht aber Man. Das Unternehmen verzeichnet immer noch Kapitalzufluss, schüttet eine hohe Dividende aus und kauft Aktien zurück. Unterschätzt werden auch Eisenerzproduzenten wie Vale aus Brasilien.

Nach dem letztjährigen Verkauf der Aktien von Roche und Swatch Group findet sich zurzeit kein einziger Schweizer Titel in Ihrem Portfolio. Gibt es dennoch hiesige Unternehmen, die Sie im Auge behalten?

Frech: Tatsächlich taucht aktuell so gut wie kein Schweizer Titel im Screen auf. Der lokale Markt weist gegenüber dem Rest der Welt eine deutliche Prämie auf.

Arpagaus: Angesichts der Qualitäten des Konzerns könnte Roche aber bald wieder im Portfolio landen, gerade wenn die Aktien um 10 bis 15% fallen würden.

Können Sie weitere interessante Schweizer Gesellschaften nennen?

Arpagaus: Für die überschaubare Grösse des Schweizer Marktes gibt es erstaunlich viele Unternehmen, die eine hohe Qualität aufweisen, gegenwärtig aber einfach zu teuer sind. Dazu gehört beispielsweise Givaudan. Hierzulande Qualität zu finden, ist nicht schwierig, Qualität zu einem fairen Preis aber leider schon.

INTERVIEW: FRANK HEINIGER

Markttechnik

Credit Suisse Group und Geberit

Die Aktie der CS Group ist am Montag um gut 15% in die Tiefe gerauscht. Für den Kursrückgang gab es im Nachhinein Begründungen. Doch wenn es einen mutmasslich klaren Verkaufgrund gibt – weshalb findet der Verkäufer dann überhaupt einen Käufer? Und wäre es nicht noch viel spannender zu lesen, weshalb die Käufer auf solch eine Gelegenheit gewartet hatten?

Märkte funktionieren durch das Spiel zwischen Angebot und Nachfrage, und per Definition haben Käufer wie auch Verkäufer spezifische Handlungsmotive. Ein Kaufmotiv war am Montag die kurzfristig stark überverkaufte Lage, die eine baldige Erholung und damit kurzfristige Gewinne erwarten liess. Aber um kaufen zu können, muss ja vorher Cash geschaffen worden sein.

Anlass dazu gab es durchaus. Im Bereich um 13/13.50 Fr. liegt ein gut sichtbares Widerstandsband aus dem Jahr 2019. Es ist eine beliebte Strategie, sich an solchen Bändern zu orientieren, was in diesem Fall nach der vorausgegangenen Kursverdopplung Overhead Supply erzeugen müsste.

Beim Unterstützungsband

Dass die Verkaufsbereitschaft tatsächlich zunimmt, hat sich seit Januar durch eine stetig nachlassende Trenddynamik bemerkbar gemacht. Bei handlungsbereiten Investoren fällt eine Meldung wie die vom Montag auf fruchtbaren Boden und bewirkt weit aus mehr, als sie es bei einem weniger angespannten Set-up vermocht hätte.

Wie weiter? Die Aktie befindet sich jetzt auf Höhe des ausgeprägten Unter-

stützungsbands vom vergangenen Sommer, und das Ausmass des Kursrückgangs verleiht der Negativmeldung Nachdruck. In ein paar Tagen wird es nicht mehr viele Investoren geben, die die Aktie gern noch etwas höher, bei 13.50 Fr. oder so, verkauft hätten. Da die seit Juli entstandenen Preisstrukturen auch nicht eindeutig bullisch sind, gehe ich davon aus, dass das Kursniveau von vergangener Woche nicht mehr so bald erreicht wird. Für kurzfristige Geschäfte wird die Aktie wahrscheinlich uninteressant. Auf mittelfristige Sicht wird also zu beobachten sein, ob sich im Bereich 10.50/11.50 Fr. ein neues Fundament zu bilden vermag.

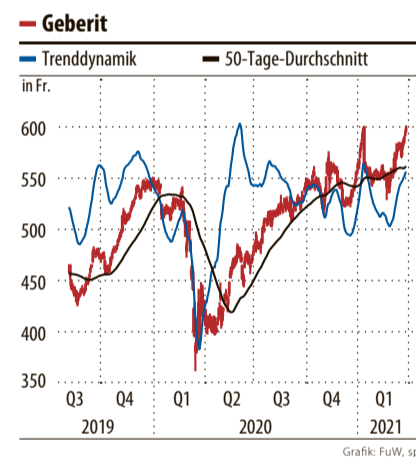
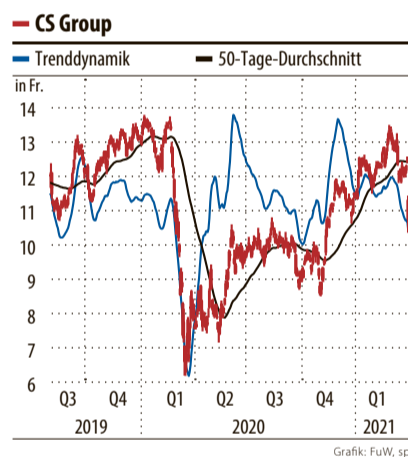
Rücksetzer abwarten

Geberit hat von Oktober 2020 bis Februar 2021 in einem breiten Band um 550 Fr. herum konsolidiert. Die Trenddynamik ist zu Beginn dieser Konsolidierung abgefallen, was normal ist. Danach hat sie sich aber stabilisiert.

Ob der Kursanstieg der vergangenen drei Wochen nun im April so weitergeht, ist zu bezweifeln. Die kurzfristigen Avancen sind wohl zu heftig, um eine lange Lebenserwartung zu haben. Aber sonst scheint mir an der Avance nichts falsch. Geberit haben lange genug konsolidiert, um wieder Fahrt aufzunehmen. Um davon zu profitieren, muss man sie aber bestimmt nicht zu jedem Preis kaufen. Bei Geduld darf man dazu auf einen Rücksetzer warten.

ROLAND VOGT [Linkedin.com/in/rovogt](https://www.linkedin.com/in/rovogt)

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



Meinungen zur Börsenlage

Vontobel, Helvetia

Der globale Finanzsektor hat dieses Jahr zweistellig an Wert zugelegt und den Vergleichsindex deutlich übertroffen. Die steigenden langfristigen Zinsen in den USA, die sich aufhellende Konjunktur und solide Unternehmensergebnisse stützen die Branche. Auch in der Schweiz sind die meisten Finanzwerte gestiegen, auch wenn einzelne Unternehmen – etwa Credit Suisse – negativ in den Schlagzeilen stehen. Banken profitieren von der steigenden US-Zinskurve, der positiven Börse und dem stärkeren Dollar. Auch die Schweizer Versicherer gehören zu den Gewinnern. Sie profitieren davon, dass die Schäden von 2020 keine nachhaltigen Spuren in den Ergebnissen hinterlassen haben. Trotz dem jüngsten Kursanstieg gefällt uns der Finanzsektor. Bei den Einzeltiteln bevorzugen wir die Privatbank Vontobel und den Versicherer Helvetia. **ST. GALLER KANTONALBANK**

Roche holen auf

Mit der erwarteten Konjunkturerholung befindet sich gerade bei den zyklischen Werten viel Wind im Segel. Während der SPI ex (Gesamtmarkt ohne SMI) schon seit Ende Dezember über dem Vor-Coronaniveau notiert, hat der SPI einige Anläufe gebraucht. Impulse kamen vorwiegend vom Schwerkewicht Nestlé, dessen Aktien in den letzten Wochen über 10% zugelegt haben. Mit Blick auf die Pharmawerte Novartis und Roche lohnt sich nach mehrmona-

tiger Konsolidierung der Blick auf letzteren. Auf den Titeln des Pharmakonzerns lasten wegen dem Auslaufen einiger Patente schwache Umsatzerwartungen, die weiterhin im Markt verharren – trotz der vielfältigen Produktpalette und dem intelligenten Zukauf kleinerer Unternehmen. Wir gehen von einer überdurchschnittlichen Entwicklung der Roche-Genussscheine aus, welche die Aufholjagd zum zyklischen Schweizer Marktsegment (SPI ex) tragen wird. **BANK CIC SCHWEIZ**

Industrie, Finanz

Aktienmarktindizes wie der S&P 500 haben historische Höchst erreicht und diese gehalten. In Europa näherten sich der Euro Stoxx 50 sowie der breitere Stoxx Europe 600 ihrem mittelfristigen Hoch. Lediglich im Jahr 2000 bzw. 2007 notierten die europäischen Aktienmärkte teurer. Zeit für Gewinnmitnahmen? Mitnichten. Zwar ist angesichts der hohen Bewertung eine technische Gegenreaktion nicht unwahrscheinlich, dürfte sich wegen fehlender Alternativen jedoch in Grenzen halten. Trotz des Renditeanstiegs von US-Staatsanleihen ist das Zinsniveau historisch gering. Selbst ein weiterer Anstieg stellt für eine Fortführung des Börsenaufschwungs keine Gefahr dar. Die Rotation in Substanzwerte setzt sich fort. Sektoral gewinnen Branchen mit erhöhter Sensitivität zu einer Konjunkturerholung an relativer Stärke. Dies betrifft vor allem Zykliker mit günstiger Bewertung wie Industrieunternehmen und Finanzdienstleister. **DZ PRIVATBANK**