

INTERVIEW

«Nestlé ist immer noch absurd teuer»

Peter Frech und Livio Arpagaus, Manager des Quantex Global Value Fund, lassen sich vom Hype um die künstliche Intelligenz nicht anstecken. Sie machen einen Bogen um Technologieaktien und bevorzugen vermeintlich langweilige Titel wie eBay, Roche und Unilever.

Sandro Rosa ✉

25.02.2024, 22.45 Uhr

An der Börse dreht sich derzeit alles um die Verheissungen der künstlichen Intelligenz (KI) und um ihre Profiteure. Angeführt von Technologieunternehmen erklimmen der US-Leitindex S&P 500, der europäische Stoxx 600 und sogar der japanische Nikkei 225 in der vergangenen Woche neue Höchst.

Trotz der KI-Euphorie meiden die Fondsmanager Livio Arpagaus und Peter Frech vom Vermögensverwalter Quantex Technologieaktien. In ihrem Global Value Fund findet sich gerade einmal ein IT-Konzern.

«Weil die Marktteilnehmer die Angst vor der Rezession verloren haben, haben sie defensive Qualitätsaktien abgestossen und in «heisse» Aktien wie Nvidia umgeschichtet», sagt Peter Frech im Gespräch mit The Market. Attraktive Unternehmen orten er und Arpagaus derzeit deshalb vor allem in zurückgebliebenen, «langweiligen» Sektoren wie Gesundheit und Nahrungsmittel.

Die beiden Fondsmanager erklären zudem, weshalb sie weiterhin auf Öl- und Gasaktien setzen, warum sie ihre Positionen in Rohstoffwerten reduziert und weshalb sie bei Grupo México, Roche und Unilever zugeschlagen haben. Des Weiteren verraten sie, weshalb

Nestlé noch immer kein Kauf ist und welcher Schweizer Valor hoch oben auf ihrem Einkaufszettel steht.



«Petrobras ist der billigste unter den grossen Ölmultis. Das Unternehmen erwirtschaftet ungefähr den gleich hohen Free Cashflow wie Shell und erreicht nahezu denjenigen von Exxon, ist aber zu einem Bruchteil bewertet»: Peter Frech (links) und Livio Arpagaus vom Fonds- und Vermögensverwalter Quantex.

Quelle: Quantex

Herr Arpagaus, Herr Frech, die Rezession ist kein Thema mehr, die Märkte sind euphorisch, und alles, was mit künstlicher Intelligenz zu tun hat, schiesst in die Höhe. Ist das ein gesunder Markt?

Arpagaus: Nein, wie bei den Anfängen des Internets sind die Börsen derzeit getrieben von einer guten Story. Ob mit künstlicher Intelligenz tatsächlich hohe Renditen erzielt werden können, ist eine andere Frage. Jetzt werden zyklische Treiber in die Zukunft extrapoliert, als ob es sich um strukturelle Trends handeln würde. Der Chiphersteller Nvidia ist das beste Beispiel: Der Markt geht davon aus, dass das Unternehmen bis in alle Ewigkeit ein jährliches Wachstum von 40% hinlegen wird. Das ist gefährlich.

Frech: Der andere ungesunde Aspekt ist, dass an den Börsen eine extreme Konzentration zu beobachten ist. Die Barometer werden von immer weniger Einzeltiteln nach oben gezogen. Früher oder später wird es zu einer Gegenbewegung kommen.

Bei diesen Glamour-Firmen war aber nicht nur die Kursbewegung am kräftigsten, sie erzielten auch das beste Gewinnwachstum.

Arpagaus: Das stimmt, allerdings hat der IT-Sektor inzwischen ein Gewicht von rund 30% im S&P 500 – da sind Amazon und Tesla, die zum zyklischen Konsum zählen, noch nicht einmal eingerechnet. Ihr Gewinnbeitrag erreicht jedoch nur 20%.

Die Musik spielt derzeit klar im Technologiesektor. Wenn ich das richtig sehe, halten Sie jedoch keine einzige Aktie aus der Branche in Ihrem Value Fund.

Arpagaus: Doch, eine Technologieaktie haben wir: eBay!

Na gut, zählen wir eBay zu Technologie. Was spricht für die Aktie?

Frech: eBay ist eine typische «Quantex-Aktie»: langweilig und ohne jeglichen Sexappeal. Das Kerngeschäft der Trödelplattform ist robust und wächst sogar noch geringfügig. Positiv ist, dass das Unternehmen die Ambition, seine Aktivitäten zu diversifizieren, aufgegeben hat und sich auf das Kerngeschäft fokussiert. Nun schüttet eBay den ganzen Free Cashflow via Aktienrückkäufe und Dividenden an die Anteilseigner aus. Das Unternehmen erfüllt alle unsere Anforderungen punkto Bewertung. Zugegeben, wir finden die Aktien auch nicht wahnsinnig sexy, aber oft performen gerade diejenigen Unternehmen am besten, die man kauft, weil die Zahlen stimmen, ohne dass man «Fan» ist.

Arpagaus: Seit der Finanzkrise ist der Free Cashflow jedes Jahr um 1 bis 3% gestiegen, der FCF pro Aktie hat jedoch um jeweils 9% zugenommen, weil eBay die Hälfte der Aktien zurückgekauft hat.

Frech: Und so, wie das Unternehmen heute aufgestellt ist, muss es sich auch nicht alle Jahre neu erfinden. Es muss keine kostspieligen Investitionen tätigen, um im Geschäft bleiben zu können. Kommt es dereinst zur Rezession, ist das womöglich sogar positiv, weil die Leute dann wieder vermehrt Second-Hand-Produkte kaufen.

Arpagaus: Eigentlich hat eBay das bessere Geschäftsmodell als Amazon und verdient eine höhere Bewertung, da das Unternehmen die ganze Logistik an die Kunden ausgelagert hat. Dadurch erzielt es eine bessere Kapitalrendite.

Im Technologiesektor finden Sie offensichtlich kaum günstige Firmen – wo werden Sie fündig?

Arpagaus: Attraktive Aktien, die vor einem Jahr 25 oder 30% teurer waren, finden wir vor allem in langweiligen Branchen wie Gesundheit oder Nahrungsmittel. Dort haben wir zuletzt zugekauft.

Frech: Weil die Marktteilnehmer die Angst vor der Rezession verloren haben, haben sie defensive Qualitätsaktien abgestossen und in «heisse» Aktien wie Nvidia umgeschichtet. Das eröffnete uns die Chance, Aktien von Nachzüglern wie Unilever und Roche zu attraktiven Kursen kaufen zu können – und das in einem steigenden Gesamtmarkt. Roche ist ein Paradebeispiel für ein defensives Unternehmen. Die Cashflows sind nicht zyklisch, der Umsatz über viele Medikamente und Diagnostikdienstleistungen gut diversifiziert, und auch die Bilanz ist sehr solide.

Sehen Sie bei Roche keine fundamentalen Probleme? Es gibt ja auch starke Aktien im Gesundheitssektor wie Novo Nordisk oder Eli Lilly.

Frech: Auch in dieser Branche gibt es eine extreme Konzentration. Die Aktien, die mit Abnehmpräparaten in Verbindung gebracht werden können, sind in die Höhe geschossen, während die Kurse der übrigen Pharmatitel im vergangenen Jahr praktisch alle gefallen sind.

Arpagaus: Bei den Pharmakonzernen besteht allerdings immer die Gefahr teurer Übernahmen. Aus diesem Grund wenden wir bei unserer Bewertung immer einen Abschlag auf die erwarteten Free Cashflows an. Solchen Transaktionen stehen wir skeptisch gegenüber.

Frech: Das war auch eine der Lektionen des jüngsten Inflationsschubs. Unternehmen, die sich nicht immer wieder neu erfinden oder umfangreiche Kapitalinvestitionen vornehmen müssen, kommen besser mit steigenden Preisen zurecht. In unserem Portfolio haben wir beispielsweise Anheuser-Busch und Unilever, die seit rund hundert Jahren dieselben Produkte verkaufen. Bei steigenden Inputkosten werden einfach die Verkaufspreise angehoben und das war's dann. Aber wenn man eine neue Mine erschliessen oder eine neue Autofabrik bauen muss, um die alten zu ersetzen, dann steigen die Kosten für diese Investitionen über die Inflation immer stärker.

Arpagaus: Unilever hat seit Mitte letzten Jahres einen neuen CEO, der den Fokus wieder stärker auf die Performance der starken Kernmarken legt und sich weniger in ESG-getriebenem Marketing verzettelt. Ausserdem ist das Unternehmen mit fast zwei Dritteln des Umsatzes stark in den Schwellenländern vertreten, was künftig für Rückenwind sorgen dürfte. Die Aktie wirft eine freie Cashflow-Rendite von nahezu 6% und eine Dividendenrendite von 3,7% ab, was günstig ist für einen krisenfesten Titel.

Wie schätzen Sie den Konkurrenten Nestlé ein? Vom Höchst im Januar 2022 haben die Aktien fast 30% korrigiert – sind sie ebenfalls langsam interessant?

Frech: Nein, die Aktien sind immer noch absurd teuer bewertet, sowohl im Vergleich zu Unilever als auch relativ zu Anheuser-Busch InBev. Alle drei Unternehmen wachsen nicht mehr gross, dank der Inflation haben die Umsätze jüngst zwar etwas angezogen, aber seit zehn, fünfzehn Jahren herrscht mehr oder weniger Stagnation, d.h. das Wachstum bewegt sich lediglich um 3%. Insofern sind die drei Konzerne vergleichbar, Nestlé ist einfach rund doppelt so teuer wie die beiden Konkurrenten. Während man bei Anheuser-Busch und Unilever eine Free-Cashflow-Rendite von rund 7% erhält, sind es bei Nestlé vielleicht 3,5%.

Haben Sie eine Erklärung für diese Diskrepanz?

Frech: Womöglich handelt es sich um einen Schweizer Aufschlag. Das lässt sich ja auch bei hiesigen Small und Mid Caps beobachten, die häufig teurer sind als ausländische Valoren – ohne dass die Qualität wesentlich besser wäre. Und bei Nestlé ist die Qualität jüngst sogar eher schlechter geworden, weil das Unternehmen mehr Schulden aufgenommen und zu hohen Preisen eigene Aktien zurückgekauft hat.

Insgesamt haben Sie zuletzt also in weniger zyklische Aktien umgeschichtet. Defensive Sektoren wie Telecom oder Versorger sind im Value Fund aber nicht vertreten. Weshalb?

Frech: Wir orientieren uns an der Free-Cashflow-Rendite. Telecomkonzerne und Versorger erzielen aber oft gar keine ansprechenden Free Cashflows. Telecomunternehmen weisen zwar auf den ersten Blick oft anständige Zahlen aus. Allerdings müssen diese Firmen typischerweise alle fünf bis zehn Jahre

ihre Lizenzen neu ersteigern. Dazu kommen in regelmässigen Abständen Ausgaben für die Erneuerung der Infrastruktur. Berücksichtigt man diese Ausgaben, erzielen die Unternehmen zwar immer noch freie Cashflows, diese entsprechen aber in etwa den Dividenden von rund 5 bis 7%. Da die Firmen nicht wachsen, ist das nicht sonderlich interessant.

Arpagaus: Zudem mischt sich der Staat teilweise in die Preisgestaltung ein und legt z.B. eine Strompreisobergrenze fest. Dadurch können die Firmen steigende Inputpreise nicht an die Kunden überwälzen. Das ist eine äusserst schlechte Kombination – gerade in einem inflationären Umfeld, wie wir es in den vergangenen zwei Jahren erlebt haben.

In einem inflationären Umfeld halten sich Ölk Aktien oft gut – sind Sie immer noch optimistisch bezüglich der Aussichten für den Sektor?

Frech: Der Energiesektor hat mit einem Anteil von rund 17% derzeit das grösste Gewicht im Value Fonds. Wobei wir, neben Petrobras, primär auf die europäischen Multis wie TotalEnergies, Shell und BP setzen, weil wir der Ansicht sind, dass die Aktien dieser Unternehmen immer noch viel zu billig sind – vor allem im Vergleich zur US-Konkurrenz. Die europäischen Konzerne handeln zu einem deutlichen Abschlag, den wir nicht ganz nachvollziehen können. Das hat sicher auch mit ESG zu tun.

Können Sie das näher erläutern?

Frech: Vor allem Shell, die pro forma zwar am ESG-Kurs festhält, aber de facto diesen Bereich zurückfährt, erfährt nun tendenziell eine Höherbewertung. Konkurrentin BP, die im Branchenvergleich nach wie vor die grössten Anstrengungen in ESG-Belangen unternimmt, leidet weiterhin unter der niedrigsten Bewertung. Investoren, die auf Öl- und Gasaktien

setzen, sind offensichtlich keine Freunde des ESG-Kurses dieser Unternehmen, da die Renditen in diesem Bereich einfach ungenügend sind. Und Anleger, denen ESG-Kriterien wichtig sind, investieren aus Prinzip nicht in Öl- und Gasaktien. Die Firmen erhofften sich durch die «grüne Wende» eine Höherbewertung, wurden aber mit einem Bewertungsabschlag bestraft. Aus diesem Grund sind wir auch weiterhin in BP investiert. BP ist sehr günstig und wenn das Unternehmen ebenfalls eine Kehrtwende vollzieht, dürfte entsprechend eine höhere Bewertung resultieren.

Die Aktien von Petrobras haben sich in den vergangenen zwölf Monaten nahezu verdoppelt. Und dennoch sind sie weiterhin attraktiv?

Frech: Petrobras ist der billigste unter den grossen Ölmultis. Das Unternehmen erwirtschaftet ungefähr den gleich hohen Free Cashflow wie Shell und erreicht nahezu denjenigen von Exxon, ist aber zu einem Bruchteil bewertet. Die Aktie wird immer noch mit einem «Brasilien-Malus» belegt, obwohl sich die Politik für sie nicht verschlechtert hat.

Arpagaus: Die Dividendenpolitik wurde kürzlich angepasst.

Frech: Genau, jetzt schüttet Petrobras eine etwas geringere Dividende aus, baut dafür weiter Schulden ab. Weil der Konzern so viel Cash generiert, ist die Nettoverschuldung schon bald vollumfänglich abgebaut. Des Weiteren hat Petrobras ein Aktienrückkaufprogramm gestartet. Vor kurzem hat sich zudem auch die Lula-Regierung dafür ausgesprochen, dass der Ölmulti die Ölfunde in der Nähe der Amazonasmündung erschliessen kann.

Wie sieht es bei den Rohstoffkonzernen aus?

Frech: Während bei den grossen Ölkonzernen die Kapitaldisziplin weiterhin recht hoch ist, scheint sie bei den Bergbaukonzernen nachzulassen. Dort haben wir deshalb zuletzt Positionen verkauft. Wegen der stark gestiegenen Ausgaben sind die Free Cashflows dahingeschmolzen.

Tatsächlich? Herrscht auf Sektorebene nicht das Problem, dass nach wie vor zu wenig investiert wird, um die Nachfrage decken zu können?

Frech: Die Zahlen sind immer stark von den grossen wie BHP und Rio Tinto dominiert. Zuletzt aber haben wir Sibanye, South 32 und Arcelor Mittal verkauft, weil sich die Ausgaben für Kapitalinvestitionen bei diesen Unternehmen verdreifacht haben.

Arpagaus: Es ist bemerkenswert, dass sogar im Kohlebereich neue Projekte finanziert werden.

Frech: Es war auch unsere Erwartung, dass die Investitionen für längere Zeit niedrig bleiben würden, aber in gewissen Segmenten haben sie zuletzt wieder stark angezogen. Die Preise für Metalle, die von der grünen Wende profitieren sollten, wie z.B. Lithium oder Nickel, haben deutlich korrigiert. Alle haben in diesem Bereich investiert und jetzt sieht man, dass die Leute gar nicht so scharf auf Elektroautos sind. Lithium hat um rund 80% korrigiert und es zeigt, wie brutal diese «Boom and Bust»-Zyklen wirken können.

Halten Sie denn noch Positionen im Bergbaubereich?

Frech: Dort sind wir primär noch in Goldminen investiert. Der Goldpreis ist kaum gestiegen und bei den Minenkonzernen herrscht immer noch eine leicht depressive Stimmung. Und

dann haben wir noch den Kupferproduzenten Grupo México im Value Fund.

Was spricht für Grupo México?

Arpagaus: Die Firma ist durch eine 90%-Beteiligung an Southern Copper mit langlebigen Minen in Mexiko und Peru der fünftgrößte Kupferproduzent der Welt. Hinzu kommt eine Mehrheitsbeteiligung an der führenden Eisenbahngesellschaft Mexikos, der Grupo México Transportes GMXT, sowie weitere Aktivitäten im Bereich Infrastruktur. Die Bilanz ist solid und das Management hat in der Vergangenheit eine recht gute Kapitalallokation gemacht. Die Bewertung ist mit einer freien Cashflow-Rendite von 10% attraktiv, die Dividendenrendite beträgt 4,5%. Das Spannende ist, dass die beiden kotierten Beteiligungen an Southern Copper und GMXT derzeit mit 55 Mrd. \$ bewertet sind, Grupo México selbst aber nur auf eine Marktkapitalisierung von 33 Mrd. \$ kommt. Der Konglomeratsabschlag von über 40% ergibt in unseren Augen keinen Sinn.

Weshalb entwickeln sich die Aktien von Goldminenbetreibern so schlecht? Der Goldpreis ist stabil, und die geopolitischen Spannungen sowie wachsende Staatsdefizite bieten doch ein ideales Umfeld?

Frech: Das stimmt, aber die höheren Zinsen wirken wie eine Art Deckel. Das zeigt sich immer dann, wenn die Diskussion um einen Fed-Pivot, also eine Kehrtwende in der Geldpolitik der US-Notenbank, aufkommt. Dann steigt der Goldpreis jeweils sofort, und der Dollar schwächt sich ab. Kommen dann aber wieder Signale, dass die Zinsen doch länger hoch bleiben, tendiert Gold wieder schwächer – und die Minenaktien machen diese Bewegung mit. Aus Bewertungssicht sind Goldminen derzeit jedoch interessant. Und vollzieht das Fed tatsächlich einen Pivot – beispielsweise, weil es doch zu einer Rezession

kommt – ist es gut möglich, dass der Goldpreis stark steigt und auch die Aktien der Goldminenbetreiber zulegen, während der breite Markt fällt. Das liess sich in den Jahren 2000 bis 2003 beobachten.

Arpagaus: 2023 war der Goldpreis eigentlich erstaunlich stabil, wenn man bedenkt, wie kräftig die Zinsen gestiegen waren – was die Opportunitätskosten des Haltens von Gold erhöht – und dass auch der Dollar zur Stärke neigte.

Was ist der Grund dafür?

Arpagaus: Die Nachfrage der Notenbanken scheint den Preis zu stützen.

Frech: Seit den Sanktionen gegenüber Russland sieht man tatsächlich eine markant höhere Goldnachfrage der Notenbanken. Interessanterweise machen Private das exakte Gegenteil davon: Sie verkaufen Gold.

Weshalb?

Frech: Die Musik spielt beim Nasdaq, Gold ist zurzeit einfach nicht interessant. Das ist wohl Ausdruck der allgemeinen Sorglosigkeit.

Arpagaus: Es ist allerdings auch nicht so, dass wir diese Minenaktien im Portfolio haben, weil wir ein Exposure zum Goldpreis anstreben, sondern weil einige von ihnen im Quervergleich sehr günstig bewertet sind. Es gibt kleine und mittelgrosse Unternehmen in der Branche, die eine Free-Cash-Flow-Rendite von 20% erzielen.

Können Sie Beispiele nennen?

Arpagaus: Dundee Precious Metals und Centerra Gold sind zwei Unternehmen, die krass unterbewertet sind. Dundee hat 500 Mio. \$ Cash, hat keine Schulden und weist eine Marktkapitalisierung von rund 1,1 Mrd. \$ auf. Im vergangenen Jahr hat das Unternehmen einen Free Cashflow von 200 Mio. \$ erzielt. Bei Centerra beträgt die Marktkapitalisierung ebenfalls rund 1 Mrd. \$, der Bargeldbestand liegt bei 600 Mio. \$ und das Unternehmen ist auf Kurs, 2024 einen Free Cashflow von 120 Mio. \$ zu erzielen. Und das Unternehmen ist ebenfalls schuldenfrei.

Frech: Dank der soliden Bilanzen ist das Risiko gering, und Anleger erhalten zudem gratis eine Option auf einen steigenden Goldpreis, da diese Unternehmen auch bei den jetzigen Notierungen sehr attraktiv bewertet sind.

Wie sieht es bei den grossen Marktakteuren aus?

Frech: Bei Barrick Gold und Newmont Mining erhalten die Anleger bloss eine Rendite von 5%, was uns in Anbetracht des kapitalintensiven Geschäfts einfach zu wenig ist. Wer extrem bullish auf den Goldpreis ist, kann die Aktien dennoch kaufen, wir investieren jedoch nicht auf Basis von Rohstoffpreisprognosen.

Gibt es Aktien, die Sie auf der Watch List haben, um bei einem Rückschlag zuschlagen zu können?

Frech: Unlängst hätten wir beinahe bei ein paar Luxusgüterfirmen wie z.B. Kering zugekauft. Auch Swatch Group bewegt sich langsam in Richtung Kaufzone. Natürlich sind das Management und die Kapitalallokation eine Katastrophe, aber wenn der Preis günstig genug ist, kaufen wir auch Swatch-Aktien. Bei einer weiteren Schwäche könnten Luxusgüterkonzerne durchaus interessant werden.

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.

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 einem Master in Accounting und Finance ab. Zeitgleich arbeitete er 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.
