



«Viele qualitativ hochstehende Aktien sind sehr teuer geworden, während zyklische Titel noch nicht günstig genug sind»: Peter Frech. (Bild: Quantex)

#### 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, 02.00 Uhr

Nach Jahren der Börsenhausse wird das Umfeld für Value-Investoren zunehmend anspruchsvoller: Die Titel von vielen Qualitätsunternehmen sind überaus teuer, während vermeintlich günstige zyklische Valoren angesichts der weltweiten Konjunkturabkühlung grosse Risiken bergen.

Peter Frech und Livio Arpagaus vom Fonds- und Vermögensverwalter Quantex finden dennoch interessante Aktien. Die beiden Fondsmanager suchen weltweit nach unterbewerteten Unternehmen.

Im Gespräch mit The Market erklären Arpagaus und Frech unter anderem, weshalb europäische Autokonzerne mögliche Konkurskandidaten sind und warum sie vor allem in Japan und im Vereinigten Königreich günstige Anlagen aufspüren. Zudem sagen sie, weshalb die Aktien von Roche, Persimmon und Sony attraktiv sind.

Herr Arpagaus, Herr Frech, der Markt scheint zweigeteilt. Beliebt sind vor allem Qualitätsunternehmen wie Nestlé oder Givaudan, zyklische Titel werden von den Anlegern verschmäht. Was bedeutet das für Sie als Value-Investoren?

Frech: Das ist eine Herausforderung. Viele qualitativ hochstehende Aktien sind sehr teuer geworden, während zyklische Titel noch nicht günstig genug sind. Wir befinden uns in einer Spätphase des Konjunkturzyklus, und die meisten Zykliker entschädigen nicht für das erhöhte Rezessionsrisiko.

Arpagaus: Nicht wenige dieser Unternehmen sind einfach Schrott. Sie sind zwar günstiger, aber bei vielen kann bei einem Konjunkturreinbruch ein Totalverlust nicht ausgeschlossen werden.

Warum?

Frech: Viele dieser Firmen haben ihre Bilanz ruiniert, indem sie sich mit billigem Geld bis unters Dach verschuldet haben. Wenn in der nächsten Rezession die Cashflows einbrechen, droht ihnen eine Nahtoderfahrung. Da wollen wir nicht dabei sein.

### **Peter Frech**

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 bereits 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.

Wo sehen Sie solche Kandidaten?

Frech: Bei den deutschen Autobauern. Ihre Bilanzen sind in katastrophalem Zustand. Durch die Leasingvergabe sind diese Konzerne ja mittlerweile eher Banken mit angehängter Automobilierteil. Entsprechend kommt zum operativen Hebel ein hoher finanzieller Leverage. Das macht sie zu Kandidaten, die im nächsten Abschwung mit grosser Wahrscheinlichkeit bankrott gehen. Solche Unternehmen meiden wir – mag der Preis noch so günstig sein.

Arpagaus: Der einzige überzeugende Autokonzern ist Subaru. Er bietet selbst kein Leasing an und verfügt über einen Nettobargeldbestand von mehr als 600 Mrd. Yen. Subaru ist zwar auch ein Zyklischer, aber ohne finanziellen Hebel.

Der europäische Bankensektor scheint ebenfalls verwundbar.

Frech: In der Konjunkturerholung hätten die Banken fette Gewinne schreiben müssen, aber wegen der niedrigen Zinsen bekunden die meisten Institute Mühe. Und wenn die nächste Krise kommt, droht Ungemach. Die Eigenkapitaldecke ist bei den meisten Banken immer noch arg dünn und die Verwundbarkeit entsprechend hoch.

Ein Sektor mit robusten Bilanzen ist Technologie. Weshalb haben Sie dennoch kaum IT-Firmen in Ihrem Fonds?

Frech: Viele von ihnen sind mittlerweile einfach zu teuer geworden. Das gilt besonders für die FAANG-Aktien, also Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google. Noch vor ein paar Jahren hatten wir viele IT-Titel im Portfolio, doch nach der langen Hausse stimmt der Preis nicht mehr. Da wird sehr viel vergangenes Wachstum in die Zukunft projiziert und viele gute Nachrichten eingepreist. Gleichzeitig sind viele dieser Konzerne so gross geworden, dass sie das Wachstumstempo kaum mehr aufrecht erhalten können.

### Livio Arpagaus

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. Danach startete er das Wirtschaftsstudium an der Universität St. Gallen und schloss dieses 2015 mit dem M.A. MaccFin ab. Zeitgleich arbeitete er für ein Jahr beim Vermögensverwalter Forma Futura und bildete sich zum CIAA weiter. Er nutzte die Möglichkeit schulischer Austauschprogramme und lebte während zwei Jahren in Alaska, Kanada und Taiwan. Livio Arpagaus wurde schon früh von der Faszination des Value Investing gepackt und investiert seit dem zwölften Lebensjahr in Aktien.

Bringt die Grösse keine Preissetzungsmacht mit sich?

Frech: Ich glaube nicht, denn der Wettbewerb hat stark zugenommen. Das sieht man zum Beispiel beim Video-Streaming-Anbieter Netflix, wo plötzlich neue Konkurrenten wie Apple und Amazon mitmischen und wohl bald auch Alphabet. Nach der kürzlich durchgeführten Preiserhöhung hat Netflix in den USA gar erstmals Abonnenten verloren. Und nun tritt Disney mit einem halb so teuren Angebot auf den Plan.

Arpagaus: Die Preissetzungsmacht wird überschätzt. Das zeigt sich etwa bei Amazon, wo durch Walmart plötzlich harte Konkurrenz droht. Und es wird auch unterschätzt, wie zyklisch diese Unternehmen geworden sind.

Was empfehlen Sie Anlegern, die auf der Suche nach IT-Unternehmen sind?

Arpagaus: Die auf Sicherheitssoftware spezialisierte israelische Check Point Software.

Frech: Die Gesellschaft steigert die Cashflows stetig, führt kontinuierlich Aktienrückkäufe durch, und dennoch ist die Bewertung durch all die Jahre vernünftig geblieben. Und die Qualität stimmt auch.

Gibt es noch weitere Kaufkandidaten?

Arpagaus: Booking Holdings überzeugt uns ebenfalls. Im Online-Reisemarkt herrscht mehr oder weniger ein Duopol. Der andere wichtige Player ist Expedia. Der Trend zu Online-Buchungen hält unvermindert an. Das Unternehmen wächst. Mittlerweile ist es für Hotels kaum mehr möglich, auf Booking nicht vertreten zu sein – die Kosten werden mehr als kompensiert durch die Zunahme der Buchungen. Booking ist zudem auch vorbildlich in der Kapitalallokation. Die Bilanz ist sauber, die Firma hat Nettobargeld und ist bei den Mitarbeiteroptionen im Vergleich zurückhaltend. Das gefällt uns.

Frech: Da das Unternehmen in den vergangenen zwei Jahren die Markterwartungen nicht vollends erfüllen konnte, hat die Aktie gedümpelt. Aber aus unserer Sicht überzeugen die Zahlen nach wie vor.

Wo finden Sie sonst noch attraktive Unternehmen?

Frech: In Märkten, die unbeliebt sind oder die bei den Anlegern nicht auf dem Radar auftauchen – wie in Japan. Dort finden wir viele interessante Firmen.

Lange galten japanische Gesellschaften als wenig aktionärsfreundlich. Stimmt das nicht mehr?

Frech: Das hat sich geändert. Natürlich gibt es immer noch viele altmodische Unternehmen, bei denen der Minderheitsaktionär einfach der nützliche Idiot ist. Aber immer mehr Firmen rücken endlich die Anteilseigner ins Zentrum. Sie kaufen plötzlich eigene Aktien zurück oder erhöhen die Dividende aggressiv.

Können Sie Beispiele nennen?

Frech: Astellas Pharma oder auch die Apothekenketten Sundrug und Matsumotokyoshi. Ihr Geschäft ist sehr defensiv, und sie verfügen über robuste Bilanzen.

Gibt es weitere Namen?

Frech: Ein weiteres Beispiel ist Sony. Das Geschäft läuft sehr gut, der Konzern hat den Übergang ins Gaming- und Musikgeschäft erfolgreich gemeistert, und auch das Sensorbusiness läuft rund. Gleichzeitig ist die Bilanz gesund, der freie Cashflow ist hoch, und nun hat Sony – zwar auf Druck von Aktivisten, aber immerhin – auch mit dem Rückkauf von Aktien begonnen.

Europa ist bei Anlegern ebenfalls unbeliebt – trotzdem haben Sie kaum kontinentaleuropäische Firmen im Portfolio.

Frech: Weniger denn je!

Arpagaus: In Europa haben wir seit jeher Mühe, attraktive Unternehmen zu finden. Hier macht sich die Zweiteilung des Markts besonders bemerkbar. Den teuren, aber qualitativ hochstehenden Unternehmen aus den Sektoren Konsum und Gesundheit stehen die günstigen, aber minderwertigen Zykliker gegenüber.

Frech: Das Problem ist, dass die Qualitätstitel in Europa wirklich sehr teuer sind – oft noch teurer als ihre US-Pendants. Und den zyklischen Schrott kann man nicht kaufen. Zumal es den Anschein macht, dass bereits eine Rezession begonnen hat. Angesichts des Risikos sind die Bewertungen zu wenig günstig.

Gibt es wirklich nichts Kaufenswertes auf dem Alten Kontinent?

Arpagaus: Einzig im Vereinigten Königreich finden wir eine Auswahl an geeigneten Kandidaten.

Sorgt dort die Politik für einen Bewertungsabschlag?

Frech: Genau, dort gibt es viele Firmen mit internationalem Geschäft, die nur deshalb abgestraft werden, weil sie in London gehandelt werden. Andererseits gibt es aber auch gute Firmen, die auf den Heimmarkt fokussieren, wie etwa Persimmon.

Der Häuserbauer?

Frech: Exakt. Persimmon ist schuldenfrei und hat 1 Mrd. £ Bargeld in der Bilanz. Damit sollte sie einen Sturm gut überstehen.

Leiden Immobilienfirmen nicht auch unter dem Brexit?

Arpagaus: Hier muss man unterscheiden zwischen London – wo die teuren Wohnungen für die Expats gebaut werden – und dem Rest des Landes. Persimmon ist fast ausschliesslich in der Peripherie tätig. Ein Persimmon-Haus kostet im Schnitt 230'000 £, das sind keine Luxusvillen. Und der typische Brite wird nun nicht wegen des Brexit nach Frankfurt auswandern. Die Lokalbevölkerung braucht weiterhin Häuser – und die sind immer noch knapp. Die Politik scheint zudem willens, den Immobiliensektor weiter zu unterstützen.

Frech: Und wegen der Unsicherheit, die durch das Brexit-Referendum entstanden ist, haben die britischen Häuserbauer in den vergangenen Jahren vorsichtig agiert. Exzesse wie in anderen Ländern sind nicht zu beobachten.

Gibt es weitere interessante Titel aus dem Vereinigten Königreich?

Arpagaus: Man Group, der grösste kotierte Hedge Fund. Er profitiert von der Abwertung des Pfunds. Denn die verwalteten Vermögen sind in Dollar denominated, während die Kosten, wie etwa die Löhne, in Pfund anfallen. Seine Assets sind auf einem Rekordhoch von rund 115 Mrd. \$, das Geschäft läuft sehr gut – trotz Margendruck. Gleichzeitig schüttet Man Group den gesamten freien Cashflow als Dividende aus und kauft Aktien zu attraktiven Preisen zurück.

Gibt es noch weitere Segmente, die Chancen bieten, weil sie von den Anlegern gemieden werden?

Arpagaus: Etwa die Tabakbranche und alles, was mit Gambling zu tun hat. Wir haben NetEnt gekauft, ein kleines schwedisches Unternehmen, das die Software für Online-Slotmaschinen programmiert. Solche Firmen werden etwa von Pensionskassen gemieden, weil diese zunehmend ESG-Kriterien anwenden. Das heisst, sie investieren nur in Aktien, die gewisse Umwelt-, Sozial- und Governancekriterien erfüllen. Das drückt den Börsenkurs von Firmen, die diesen Anforderungen nicht genügen – und dort werden wir fündig. Für uns ist das eine optimale Situation, denn die Gegenpartei – meist eben Pensionskassen – verkauft, egal zu welchem Preis. Dadurch sinkt die Bewertung, und die Renditeaussichten verbessern sich für uns.

Frech: Das ist die paradoxe Situation: Je populärer ESG wird, desto höher werden die künftigen erwarteten Renditen der Titel, die die Kriterien nicht erfüllen.

Und die erwarteten Renditen stimmen bei Tabakaktien?

Frech: Das Tabakgeschäft ist immer noch recht stabil. Das Volumen geht zwar zurück, aber die Unternehmen verfügen über Preismacht. Zudem gibt es mittlerweile Alternativprodukte, die deutlich weniger schädlich sind. Zwar ist die Branche im Umbruch, aber im Kern bleibt sie ein Oligopol. Dank Werbeverbote ist die Gefahr neuer Konkurrenten zudem gering.

Arpagaus: Tabak ist das beste Beispiel, wo der Regulator einer Firma einen «Moat» baut, also einen Burggraben, der vor Konkurrenz schützt. Der Regulator will ja, dass die Leute rauchen – zu verlockend sind die Steuereinnahmen.

Auf welche Tabakwerte setzen Sie?

Frech: Philip Morris International, die breit aufgestellt ist und mit iQos über ein sehr gutes Produkt im Bereich Heated Tobacco verfügt. Imperial Brands und Japan Tobacco, die ebenfalls günstig sind und eine gute Bilanz haben.

Was ist mit British American Tobacco und Altria?

Frech: British American Tobacco ist für unseren Geschmack zu stark verschuldet.

Arpagaus: Altria hatten wir im Portfolio. Aber nach den überbewerteten Käufen von Anteilen am E-Zigarettenhersteller Juul und am kanadischen Cannabis-Produzenten Cronos haben wir die Titel abgestossen. Wir wollen keine Unternehmen, die so verschwenderisch mit ihrem Kapital umgehen.

Kommen wir zur Schweiz. Titel wie Nestlé sind extrem gut gelaufen – sind sie immer noch ein Kauf?

Frech: Nestlé sind uns zu teuer geworden. Und die Bilanz ist auch nicht mehr so ausgezeichnet wie früher ...

Arpagaus: ... aber sie ist durchaus noch in Ordnung.

Muss man sich etwa Sorgen machen um Nestlé?

Frech: Nein, das nicht. Da gibt es wesentlich schlimmere Kandidaten im Sektor. Aber Nestlé ist schon etwas aggressiver geworden und hat nun spät im Zyklus auch noch mit dem Rückkauf von Aktien begonnen.

Und die Börse jubiliert!

Frech: Der Markt findet es toll. Aber in unseren Augen ist der Titel einfach zu teuer.

Welche hiesigen Unternehmen sind günstig?

Arpagaus: Wir haben Roche im Portfolio. Mich erstaunt immer wieder, wie kräftig die hiesigen Pharmakonzerne wachsen – mit etwa 8 bis 9% pro Jahr beim Umsatz und mit 12 bis 13% beim Gewinn. Das ist hervorragend. Wir halten Roche immer noch für unterbewertet. Der Konzern ist viel günstiger als Novartis und natürlich auch Nestlé.

Novartis ist demnach kein Kauf?

Arpagaus: Novartis erzielt bloss eine Free-Cashflow-Rendite von 4%. Das ist uns zu wenig. Das Management überzeugt uns ebenfalls nicht. Das Unternehmen hält bekanntlich eine grosse Beteiligung an Roche. Auf die Frage, weshalb es diese nicht veräussert, lautete die Antwort, dass sie dann den Erlös ja an die Aktionäre ausschütten müssten. Das zeugt nicht gerade von einer vorbildlichen Corporate Governance.

Was halten Sie von Swatch? Das Unternehmen hat eine starke Bilanz, und die Titel bleiben seit langem hinter dem SMI zurück.

Frech: Das Geschäft von Swatch ist hoch zyklisch, was die grossen Kursschwankungen erklärt. Aber die Qualität stimmt, und man weiss, auch nach der Rezession werden die Leute wieder Uhren kaufen. Das Produkt wird nicht plötzlich obsolet.

Arpagaus: Die Aktien sind sicher nicht teuer, aber für uns noch nicht günstig genug. Swatch birgt keine Bilanzrisiken, das Geschäft ist solid, und das Unternehmen schreibt auch in der Krise Gewinne, aber die Aktie ist extrem volatil. Fällt der Kurs unter 200 Fr., ist Swatch sicher einen genaueren Blick wert.

Gibt es noch weitere hiesige Titel, die auf Ihrer Einkaufsliste stehen?

Arpagaus: In der Schweiz gibt es viele erstklassige Unternehmen, in die wir gerne investieren würden. Zum Beispiel der Warenprüfer SGS oder der Riechstoffhersteller Givaudan – aber die sind uns zu teuer. Die Bewertung zum Kaufzeitpunkt entscheidet über den langfristigen Erfolg. Bei diesen Titeln besteht das grosse Risiko, dass sie in den nächsten zehn Jahren nicht vom Fleck kommen.

Werden diese Titel jemals richtig günstig? Warten nicht viele Anleger darauf, beim geringsten Rückschlag zuzukaufen?

Arpagaus: Das würde ja heissen, dass die Kurse auch in einer Krise stabil blieben.

Frech: Ich glaube, die meisten «Fans» sind nach solch einem langen Boom bereits investiert. Deshalb ist das Enttäuschungspotenzial beachtlich. Wie bei allen Kultaktien gilt: Die Fallhöhe, bis auch Value-Anleger zuschlagen, kann sehr gross sein. Wenn die Momentuminvestoren damit beginnen, die Titel abzustossen, kann es hässlich werden.

#### THE BIG PICTURE

### **Thukydides und die Wahrscheinlichkeit eines Währungskrieges**

Der wöchentliche Blick auf die Grosswetterlage in der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten.

Mark Dittli 09.08.2019

EXKLUSIV

## Sunrise spricht mit Freenet über eine Lösung

Der Telecomkonzern führt jetzt Gespräche mit Freenet, die aber noch vertraulich sind. Das Ziel: den widerspenstigen Grossaktionär in die Kapitalerhöhung einzubinden.

Ruedi Keller 08.08.2019

IM FOKUS

## Es droht ein neuer Währungskrieg

Der Handelsstreit zwischen den USA und China spitzt sich zu. Die jüngsten Strafzölle des US-Präsidenten gegenüber Peking könnten zu einem neuen Wettlauf um die schwächste Währung führen.

Sandro Rosa 07.08.2019

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.