

INTERVIEW

«Novo Nordisk wird von der Börse unterschätzt»

Peter Frech und Livio Arpagaus, Manager des Quantex Global Value Fund, finden derzeit vor allem ausserhalb der USA günstige Aktien. Sie meiden Technologievaloren und bevorzugen fair bewertete Qualitätstitel.

Sandro Rosa ✉

03.07.2025, 04.03 Uhr

An der Börse dominiert wieder die gute Stimmung. Der Zollhammer ist verdaut, der Krieg zwischen Israel und Iran ebenso. Diverse Aktienbarometer bewegen sich nahe ihren Höchstständen – und auch die amerikanischen Technologie-Darlings haben zuletzt eine eindruckliche Aufholjagd hingelegt.

In einem solchen Umfeld setzen die Value-Investoren Peter Frech und Livio Arpagaus bevorzugt auf qualitativ überzeugende Unternehmen. «Die Börsen sind zurück im <Sorglos-Modus>, weshalb wir uns derzeit vorwiegend im Segment der fair bewerteten Qualitätsaktien bewegen», sagt Peter Frech im Gespräch mit The Market.

Die beiden Fondsmanager erklären die Vorzüge von Firmen, die Studien für Pharmaunternehmen durchführen, warum sie ihre Positionen in Goldminenunternehmen trotz des steigenden Edelmetallpreises abgebaut haben und weshalb sie jüngst bei Novo Nordisk, HP und beim Schweizer Logistiker Kühne + Nagel zugeschlagen haben.



«Die Bewertung von Kühne + Nagel ist sehr attraktiv, und wir glauben, das Unternehmen profitiert davon, dass die globalen Handelsrouten komplizierter werden»: Peter Frech (links) und Livio Arpagaus vom Fonds- und Vermögensverwalter Quantex.

Quelle: Quantex

Herr Frech, Herr Arpagaus, US-Präsident Donald Trump schwingt die Zollkeule, es herrscht Krieg in der Ukraine und in Nahost – und dennoch sind die Anleger entspannt. Wie wirkt sich das auf Ihre Aktienselektion aus?

Arpagaus: Eine Konsequenz des Zollkriegs war, dass wir bei Aktien aus dem US-Detailhandel bislang noch nicht aufgestockt haben. Zwar preisen diese Valoren eine milde Rezession ein, doch man hat einfach keine Ahnung, wie sich der Free Cashflow eines Unternehmens entwickelt, das mehr als 50% der Waren aus China importiert, aber 100% des Umsatzes in den USA erzielt. Unter anderen Umständen hätten wir in diesem Sektor wohl bereits zugegriffen.

Frech: Grundsätzlich ist diese Unsicherheit jedoch positiv für unser Portfolio, da wir schon seit längerer Zeit deutlich weniger in den USA investiert und im Gegenzug im Rest der Welt Aktien gekauft haben. Insofern hat Donald Trump unserem Value Fund gutgetan. Längerfristig wird aber durch diese Wirtschaftspolitik das Vertrauen in US-Wertpapiere untergraben, und in der

Tendenz drohen eine höhere Inflation und steigende Zinsen. Deshalb sehen wir schwierigere Zeiten für US-Titel relativ zum Rest der Welt, wo die Aktien günstiger und entsprechend attraktiver sind.

Dennoch haben Sie jüngst gleich mehrere US-Titel neu in Ihr Portfolio aufgenommen. Darunter den amerikanischen Drucker- und PC-Hersteller HP, der von den Zöllen betroffen sein dürfte.

Frech: Rund ein Drittel des Geschäfts wäre tatsächlich von den Zöllen betroffen – der Rest allerdings nicht. Zudem ist die Bewertung so niedrig, dass HP selbst im Szenario der höchsten Zölle einen anständigen Free Cashflow erzielen dürfte. Und es ist ja auch ein positives Szenario denkbar. Wer weiss, ob Trump nicht einmal mehr einen Rückzieher macht?

Arpagaus: Die Aktien waren schon vor dem Absturz im April, als Trump den «Liberation Day» ausrief, günstig, und wir wussten, dass das Management die Lieferketten weitgehend neu aufgestellt hat. Bis Ende dieses Jahres sollen 90% der Produkte ausserhalb von China gefertigt werden. Damit ist das Chinarisiko stark gesunken, während die Laptops nicht wesentlich teurer geworden sind. Und der Konkurrenz geht es ja auch nicht besser, weshalb HP nicht befürchten muss, Marktanteile zu verlieren. Zudem ist die Kapitalallokation gut und die Bilanz in Ordnung.

Frech: Des Weiteren kauft das Unternehmen eigene Aktien zurück. Aber unter den von uns jüngst gekauften Titeln ist HP der einzige, der potenziell von höheren Zöllen betroffen ist. Der Ausverkauf im April war auch zu schnell ausgebügelt, sodass wir weiterhin vor allem in Qualitätstiteln investiert sind, weil die Marktteilnehmer kaum Angst zeigen.

Wie Sie in einem Ihrer Anlegerbriefe geschrieben haben, wechseln Sie je nach Marktumfeld zwischen den Anlagestilen Deep Value nach Ben Graham und Quality at a Reasonable Price gemäss Warren Buffett. War die Phase der

Nervosität demnach zu kurz, um im Deep-Value-Segment gross zuzuschlagen?

Frech: Genau, die Börsen haben sich sehr rasch erholt und sind bereits wieder im «Sorglos-Modus». Da die Bewertungsunterschiede zwischen Zyklikern und Qualitätsunternehmen derzeit eher gering sind, fokussieren wir auf fair bewertete Qualitätsaktien.

Zählt die Gesellschaft Chemed, deren Aktien Sie jüngst gekauft haben, dazu?

Frech: Absolut, dabei handelt es sich zwar ebenfalls um ein US-Unternehmen, aber auch um ein qualitativ gutes, defensives Geschäft, das stetig wächst und attraktiv bewertet ist. Die Aktien sind nicht spottbillig, aber für die Qualität ist der Preis fair.

Das Unternehmen hat zwei Standbeine.

Frech: Chemed betreibt unter dem Namen Vitas einen der grössten Anbieter von Sterbehospizen und mit RotoRooter das grösste Sanitärunternehmen in den USA. Beide Segmente sind profitabel und wachsen stetig. Zudem kaufen sie regelmässig kleine, unabhängige Gesellschaften dazu, die integriert werden. Zugegeben, das sind keine besonders glamourösen Geschäftsfelder, aber oft sind solche Bereiche sehr lukrativ. Die Firma wird von den Analysten praktisch nicht abgedeckt, trotz einer Marktkapitalisierung von rund 7 Mrd. \$. Mit ein Grund ist wohl, dass sie sich selbst finanziert und nicht auf externe Geldquellen angewiesen ist. Und sie wächst einfach über Jahre und Jahrzehnte hinweg.

Arpagaus: Man darf aber nicht vergessen: Die Aktien haben sich fünf Jahre kaum bewegt. Während Corona profitierte Chemed, weil viele ältere Menschen starben, und dank der erhöhten Aktivität bei Renovationen florierte die Sanitärsparte. Darauf folgte eine kleine Delle, sprich: weniger Wachstum. Aber das Unternehmen profitiert von der Demografie, die geburtenstarken

Babyboomer-Jahrgänge erreichen langsam das Alter, in dem sie sterben.

Und wie sieht es beim Sanitätsgeschäft aus?

Arpagaus: Immer weniger Unternehmer wollen in diese Branche einsteigen, was Chemed eine grössere Preissetzungsmacht gibt. Und das Managementteam ist in der Kapitalallokation hervorragend. Das zeigt sich etwa darin, dass es vermehrt Aktien zurückkauft, wenn der Kurs fällt, und es sagt auch, sein Auftrag sei es, den freien Cashflow pro Titel zu maximieren.

Werfen wir einen Blick auf zwei weitere Zukäufe: Medpace und Icon führen klinische Studien für die Zulassung von Medikamenten durch. Was spricht für ein Investment?

Arpagaus: Medpace und Icon sind sogenannte Contract Research Organisations. Wenn z.B. Roche ein Medikament auf den Markt bringen will, muss es verschiedene Stufen durchlaufen, die bekannten Phasen eins bis vier. Diese Arbeit übernehmen Gesellschaften wie Medpace oder Icon – die Suche der Probanden, die Durchführung der Studien, Rechtliches usw. Mittlerweile wird die Mehrheit dieser Arbeiten nicht mehr von den Pharma- oder den Biotech-Unternehmen selbst durchgeführt, sondern ausgelagert.

Welchen Vorteil hat das für die Auftraggeber?

Arpagaus: Firmen wie Medpace oder Icon sind viel effizienter. Sie schaffen es, den Zulassungsprozess im Schnitt von zehn auf sieben Jahre zu verkürzen. Dieses Zeitersparnis ist enorm wertvoll für die Pharmaindustrie, da der Patentschutz bei der Anmeldung des Moleküls startet und nicht erst dann, wenn das Medikament entwickelt ist. Dadurch dauert der «effektive» Patentschutz drei Jahre länger.

Warum sind die Aktien günstig?

Arpagaus: Auch hier erhielten die Unternehmen während Corona starken Rückenwind, weil unzählige Impfstoffe entwickelt wurden. Gleichzeitig floss viel Wagniskapital in den Biotech-Sektor. Dieser positive Effekt ist nun verpufft, weshalb das Wachstum stark abgenommen hat. Das hat dazu geführt, dass die Kurse korrigiert haben.

So stark, dass die von Ihnen verlangte Sicherheitsmarge bei der Bewertung gegeben ist?

Arpagaus: Ja. Das ist eine Industrie mit strukturellem Rückenwind, der Trend zur Auslagerung wird weitergehen. Und die Ausgaben für Forschung und Entwicklung dürften auch künftig steigen. Zudem ist die Konkurrenz in diesem Bereich nicht allzu gross, es herrscht ein Oligopol. Positiv stimmt, dass das Management damit begonnen hat, eigene Aktien zurückzukaufen.

Frech: Das Geschäft bindet wenig Kapital, und je nach Nachfrage lässt es sich flexibel ausbauen oder reduzieren, die Fixkosten sind niedrig und der Free Cashflow deshalb ansprechend. Er ist mit dem Abflauen des Coronabooms etwas geschrumpft, längerfristig dürfte er aber wieder wachsen.

Wir haben bis jetzt ausschliesslich über US-Aktien diskutiert. Haben Sie kürzlich auch in der Schweiz zugekauft?

Arpagaus: Vor kurzem haben wir die Aktien des Logistikere Kühne + Nagel ins Portfolio aufgenommen.

Frech: Die Bewertung ist sehr attraktiv, und wir glauben, das Unternehmen profitiert davon, dass die globalen Handelsrouten komplizierter werden. Wenn Importeure umdisponieren müssen und Flugzeuge oder Schiffe nicht mehr direkt von Vietnam in die USA, sondern vorher noch nach Mexiko leiten müssen, um dort bei den importierten Gütern die letzten Schrauben anzubringen, dann ist das gut für Kühne + Nagel.

Der Markt sieht das anders, der Kurs zeigt klar nach unten.

Arpagaus: Der Markt scheint davon auszugehen, dass der Handel nicht nur schwieriger wird, sondern auch abnimmt. Das glauben wir nicht. Wenn Europa Zölle auf chinesische Elektroautos erhebt, werden die Fahrzeuge eben in Brasilien verkauft. Die Handelsströme werden umgeleitet. Ein Problem für Kühne + Nagel ist, dass die Frachtraten wohl fallen werden, da in den kommenden zwei Jahren viel Kapazität auf den Markt kommt.

Frech: Das zeigt sich an den Margen, die sich leicht verengen und womöglich noch etwas weiter fallen könnten. Was aber gerne vergessen geht, ist, dass China viel mehr mit dem sogenannten globalen Süden handelt als mit den USA und Europa und dass dieser Handel viel stärker wächst. Viele Anleger sind immer noch in einem US-zentrischen Weltbild gefangen. Ein global aufgestelltes Unternehmen wie Kühne sollte auch im Worst-Case-Zollszenario nicht so sehr leiden, wie die Entwicklung des Aktienkurses es erwarten lässt.

Sie sind also der Meinung, das Schlimmste ist eingepreist?

Frech: Wahrscheinlich schon. Sollte es wegen des Zolldisputs zu einer globalen Rezession kommen, würde das dem Logistiker vorübergehend natürlich schaden. Aber er erzielt stetig positiven Free Cashflow, betreibt ein wenig kapitalintensives Geschäft, verfügt über eine solide Bilanz und netto Cash. Er sollte einen Abschwung gut überstehen können.

Zu Beginn haben wir die geopolitische Unsicherheit thematisiert. Ein Gradmesser dafür ist der steigende Goldpreis. Und dennoch haben Sie kürzlich zwei Branchenvertreter – Franco Nevada und Centerra Gold – verkauft. Weshalb?

Frech: Beide Aktien haben ihren fairen Wert in etwa erreicht. Bei der Bewertung von Goldminentiteln rechnen wir nicht mit einem stetig

steigenden Goldpreis. Natürlich wären sie noch günstig, wenn wir davon ausgehen, dass Gold auf 4000 \$ oder noch mehr vorrückt. Wir rechnen aber mit einem langfristigen, normalisierten Goldpreis von 2500 \$, und auf dieser Basis sollte eine Aktie günstig sein. Diese Bedingung erfüllen die beiden Titel nicht mehr. Bei Centerra kamen firmenspezifische Probleme dazu. Dort stiegen die Kapitalinvestitionen viel stärker, als wir erwartet hatten, was den Free Cashflow geschmälert hat.

Sie glauben also nicht, dass der Goldpreis strukturell steigt?

Frech: Es gibt sicher gute Gründe für einen weiteren Anstieg. Aber darauf stützen wir keinen Investment Case für ein Rohstoffunternehmen. Diese kaufen wir typischerweise dann, wenn der Markt so negativ ist, dass die Aktien selbst bei einem langfristigen Durchschnittspreis attraktiv sind. Lange waren Goldminentitel so günstig, dass es keine optimistischen Annahmen für den Goldpreis brauchte, um sie zu kaufen. Das ist jetzt aber nicht mehr überall der Fall.

Und das, obwohl Goldminenkonzerne sehr lange seitwärts tendierten und erst seit etwa einem Jahr nach oben streben? Hat sich die Bewertungslücke so rasch geschlossen?

Frech: Nicht bei allen Unternehmen. Endeavour Mining und Dundee Precious Metals haben wir immer noch im Fonds. Aber es ist tatsächlich so, dass der Goldpreis immer weiter gestiegen ist, und dadurch auch der Free Cashflow, während sich die Aktienkurse lange nicht bewegt haben. Nun aber haben sie zu den Fundamentaldaten aufgeholt.

Der dänische Pharmakonzern Novo Nordisk war lange ein Darling der Anleger, doch der Aktienkurs hat sich jüngst relativ zum Höchst halbiert. Sie haben in die Korrektur zugekauft – haben Sie keine Angst, dass es sich um eine Value Trap handelt?

Frech: Eine Value Trap impliziert, dass die Wachstumsraten noch schlechter ausfallen werden als vom Markt erwartet. Und der Markt hat seine Erwartungen an Novo wegen der Konkurrenz durch Eli Lilly bereits deutlich nach unten angepasst. Aber auch auf diesem niedrigeren Niveau sind die Valoren sehr attraktiv bewertet. Der Konsens rechnet damit, dass Novo weiterhin zweistellig wachsen wird. Das ist plausibel. Sie wird Marktanteile verlieren, aber der Gesamtmarkt wächst so stark, dass zweistellige Wachstumsraten realistisch sind. Selbst bei einem geringeren Wachstum wäre die Bewertung fair.

Gibt es neben der Bewertung weitere Gründe für einen Kauf?

Frech: Die Börse unterschätzt womöglich, dass man die Anwendungen von Medikamenten potenziell ausweiten kann. Ein Abnehmpräparat kann unter Umständen auch bei Herz-Kreislauf-Krankheiten, Alzheimer etc. eingesetzt werden. Dort hat man eine gewisse Wirkung festgestellt, und nun geht es darum, entsprechende Studien durchzuführen.

Die eher enttäuschenden Studienergebnisse für das Medikament CagriSema und der Umstand, dass der CEO von Novo Nordisk abgesetzt wurde, beunruhigen Sie nicht?

Frech: Es ist ja oft so, dass die Börse sehr kurzfristig auf solche News fokussiert. Wir haben das grosse Bild vor Augen und fragen uns, wie es in den kommenden fünf Jahren aussieht. Wir erwarten, dass Novo kräftig wachsen kann, wenn auch etwas langsamer als ursprünglich gedacht, aber dafür ist die Bewertung attraktiv. Auf diesem Niveau glauben wir nicht, dass man wahnsinnig viel Geld verlieren kann.

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.



MEINUNG

Vom Ende des Imperiums

Das Ende der Pax Americana ist eingeläutet. Die jahrzehntelange Ausrichtung von Exporten und Finanzströmen aus aller Welt auf das imperiale Zentrum ist damit überholt. Die Rückkehr der Nationalstaaten und einer multipolaren Weltordnung machen die Diversifikation wieder grossartig.

Peter Frech 29.04.2025



MEINUNG

Hinter den Zollmauern

Der globale Handelskrieg eskaliert. Strafzölle als Gegenmassnahmen erscheinen vielen Politikern patriotische Pflicht. Vor allem aber steigt die Versuchung, die heimische Industrie zu protegieren. Ländern hinter den Zollmauern drohen Stagnation und Inflation. Das hat Konsequenzen für Investoren, besonders am Anleihenmarkt.

Peter Frech 27.03.2025



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



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.