

Was Value-Anleger jetzt kaufen

Qualitätstitel, Ölkarten oder Zykliker: Schweizer Value-Investoren haben verschiedene Ansichten darüber, welche Aktien derzeit unterbewertet sind.

PETER ROHNER

Es sind schwere Zeiten für Value-Anleger. Seit Jahren läuft der Trend gegen sie. Der globale Index für Substanzaktien (Value) von MSCI hat gegenüber Wachstumspapieren (Growth) seit der Finanzkrise 2008/09 das Nachsehen (vgl. Grafik 1). Was läuft schief mit der Strategie, unterbewertete Titel zu kaufen? Hat der Value-Ansatz ausgedient, oder unterliegt sein Erfolg langen Zyklen, und geht die Durststrecke gerade zu Ende? «Finanz und Wirtschaft» hat dazu verschiedene Schweizer Value-Investoren befragt und wollte ausserdem wissen, wie sie die Finanzmärkte im Allgemeinen sehen und wie sie sich darin positionieren.

Laut Marcos Hernandez wird 2019 ein gutes Jahr für Substanzaktien. Er ist CIO von Strategic Investment Advisors (SIA). «Die Aktienmärkte sind günstig bewertet, viele Anleger sind negativ eingestellt, und im zweiten Halbjahr dürfte es mit der Konjunktur wieder aufwärtsgehen», begründet Hernandez seinen Optimismus.

Für Peter Frech, Fondsmanager bei Quantex, bedeutet die magere Entwicklung des Value-Index nicht das Ende des bewährten Anlagestils. Sie hänge in erster Linie mit der Definition des Indexanbieters von Value auf der Basis des Kurs-Buchwert-Verhältnisses zusammen. «Günstig zum Buchwert sind viele Vertreter kapitalintensiver Industrien wie Bergbau oder Ölförderung und natürlich die serbelnden Banken», sagt Frech. Diese hätten in den letzten Jahren Mühe gehabt.

Georg von Wyss von der Value-Boutique Braun, von Wyss & Müller (BWM) zerbricht sich über solche Fragen nicht den Kopf. «Zu wissen, wann Value outperformt und wann nicht, das wäre schön», findet der erfahrene Portfoliomanager. Er konzentriert sich allerdings lieber darauf, unterbewertete Aktien zu identifizieren. Langfristig habe dieser klassische Value-Ansatz gut funktioniert. Auch von Wyss ist derzeit für Aktien allgemein optimistisch und verweist ebenfalls auf das niedrige Bewertungsniveau, besonders an den europäischen Märkten.

Value in Qualitätsaktien

Frech ist etwas anderer Ansicht: «Die Märkte sehen nur günstig aus, wenn man das hohe aktuelle Gewinnwachstum als Basis für künftiges Wachstum nimmt.» Am Ende des Konjunkturzyklus würden Gewinneinbrüche aber wahrscheinlicher. Er hält insbesondere zyklische Valoren noch für zu teuer und sieht derzeit am meisten Value in den Qualitätstiteln.

Teure Qualitätsaktien und Value Investing? Was nach einem Widerspruch klingt, hat Value-Legende Warren Buffett schon früh in seiner Karriere als Erfolgsrezept erkannt. «Es war sein Geschäftspartner Charlie Munger, der Buffett davon überzeugte, das Portfolio aus tief bewerteten Value-Aktien mit dividendenstarken Qualitätstiteln zu kombinieren», erklärt Alex Rauchenstein, CEO von SIA. Nach den massiven Kursverlusten der reinen Value-Titel in der Finanzkrise hat SIA diese Idee in die Anlagestrategie integriert. Seither stehen nicht mehr nur zurückgebliebene Substanzaktien auf der Kaufliste der SIA-Fonds, sondern auch etwas teurere Titel von Unternehmen mit stabilem Gewinnwachstum wie der Konsumgüterhersteller Reckitt Benckiser oder Viscofan.

Wursthaut, Lachs und Erdöl

Die Entwicklung des spanischen Wursthautproduzenten Viscofan verfolgt CIO Hernandez schon seit Langem (vgl. Grafik 2). 2011 nahm SIA die Aktien zum ersten Mal ins Portfolio auf. Als das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) letzten Sommer auf 24 gestiegen war und das Unternehmen Absatzprobleme in Brasilien und China meldete, verkaufte sie. Nun prüft Hernandez den Wiedereinstieg, denn an der langfristigen Story habe sich nichts geändert. «Ein gut geführtes Unternehmen in einem attraktiven Sektor», beschreibt er es. Im kleinen, konzentrierten Markt habe Viscofan einen Anteil von einem Drittel und verfüge über Preissetzungsmacht. Wegen des Trends zu mehr Fast Food in den Schwellenländern

PETER FRECH

Fondsmanager bei Quantex



«Am meisten Value sehen wir in Qualitätstiteln. Für das Risiko der Zykliker wird man zu wenig entschädigt.»

Grösste Positionen ¹	Sektor
Philip Morris International	Basiskonsum
Square Enix	Communication Services
AmBev	Basiskonsum
Grendene	Zyklischer Konsum
Amgen	Gesundheit

Zuletzt gekauft: Man Group, GAM, Biogen
1) im globalen Aktienfonds

MARCOS HERNANDEZ

Anlagechef von SIA



«Interessant sind Branchen mit verknapptem Angebot, wie die Lachszucht oder der Erdölsektor.»

Grösste Positionen ¹	Sektor
First Quantum Minerals	Grundstoffe (Bergbau)
Air Liquide	Grundstoffe (Chemie)
Premier Oil	Energie
Grifols	Gesundheit
Medtronic	Gesundheit

Zuletzt gekauft: Metso, Prysmian, Thales
1) im globalen Aktienfonds

GEORG VON WYSS

Fondsmanager und Partner von BWM



«Leoni profitiert vom Trend zu mehr Elektronik, egal, welchen Antrieb die Autos haben werden.»

Grösste Positionen ¹	Sektor
Fossil	Zyklischer Konsum
Kelly Services	Zyklischer Konsum
Unipol Gruppo Finanziario	Finanz
Credit Suisse	Finanz
Millennium & Copthorne Hotels	Zyklischer Konsum

Zuletzt gekauft: Deutsche Post, Ceconomy, Pandora
1) im globalen Aktienfonds

nimmt die Nachfrage nach qualitativ einwandfreien Wursthäuten stetig zu. Investiert ist SIA in die tiefer bewerteten Titel des britischen Konkurrenten Devro. Wegen Schwierigkeiten in den USA und in China haben sie laut Hernandez in den vergangenen Jahren gelitten. Doch Hernandez ist zuversichtlich, dass Devro die Situation nun im Griff hat.

Interessant für Anleger seien immer die Branchen, in denen das Angebot aus irgendeinem Grund eingeschränkt sei. Als Paradebeispiel dafür nennt Hernandez die Lachszucht. Weltweit steige die Nachfrage, aber die Zucht sei nur in bestimm-

ten Gewässern möglich und könne auch dort nicht beliebig intensiviert werden. Für die wenigen Unternehmen, die vom Staat eine Lizenz erhalten, ist das ein lukratives Geschäft. «Langfristig ist immer die Entwicklung des Angebots entscheidend», ist Hernandez überzeugt. Die meisten Marktteilnehmer seien zu sehr auf die konjunkturabhängige Nachfrage fixiert.

Ein strukturelles Angebotsdefizit ortet Hernandez auch bei den Rohstoffen Erdöl und Kupfer: «Ohne die Fracking-Revolution wäre das Öl längst sehr knapp.» Die rund 8 Mio. Fass Schieferöl pro Tag verhindern einen Preisanstieg. Doch seit die

Fracking-Anlagen auf Hochtouren liefen, werde zu wenig investiert. Zudem nehme die Ergiebigkeit der Ressourcen ab. Allein wegen der Erschöpfung der Reserven bräuchte es zur Kompensation alle drei Jahre quasi ein neues Saudi-Arabien. Bei weiterhin zunehmender Ölnachfrage aus den Schwellenländern sei deshalb mit höheren Preisen zu rechnen. Deshalb hat SIA Aktien des britischen Ölförderers Premier Oil aufgestockt, nachdem sich der Kurs wegen der Rezessionsängste im vergangenen Semester halbiert hatte.

Von Wyss von BWM sieht Value-Opportunitäten im Autosektor: «Er wird gemieden, weil er konjunktursensitiv ist.» Dazu komme die Herausforderung der Elektromobilität und der selbstfahrenden Autos. Diese Unsicherheit spiegelt sich in den niedrigen Bewertungen. Es werde aber wenig differenziert. Auf Hersteller von Motor- und Getriebekomponenten könnten schwere Zeiten zukommen, doch es gebe auch Zulieferer, die vom möglichen Strukturwandel nicht betroffen seien oder sogar davon profitierten – Zulieferer wie Leoni, Europas führender Hersteller von Drähten, Kabeln und Bordnetzsystemen. «Egal, welchen Antrieb die Autos in Zukunft haben, sie werden mit noch mehr Elektronik ausgestattet sein», sagt von Wyss.

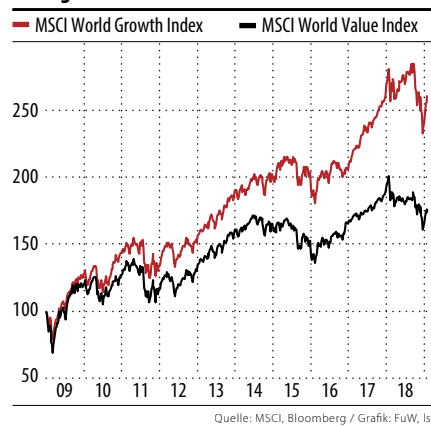
Neben Leoni hat BWM zuletzt auch Deutsche Post, Pandora (vgl. Text unten) und Ceconomy gekauft. Die Aktien der Deutschen Post seien wegen ihrer Konjunkturabhängigkeit massiv unter Druck geraten. «Doch das ist ein grundsolides Unternehmen mit einer intakten Wachstumsstory», betont er. Ceconomy, der Mutterkonzern von MediaMarkt und Saturn, ist laut von Wyss ein aussichtsreicher Turnaround-Kandidat: «Wenn man alle Beteiligungen herausrechnet, bekommt man die Aktien zum Wert des Jahresgewinns Ebitda. Und das ohne viel Schulden auf der Bilanz.» Auf Basis des für das Geschäftsjahr 2019 geschätzten Gewinns beträgt das KGV 9.

Geringe Rezessionsgefahr

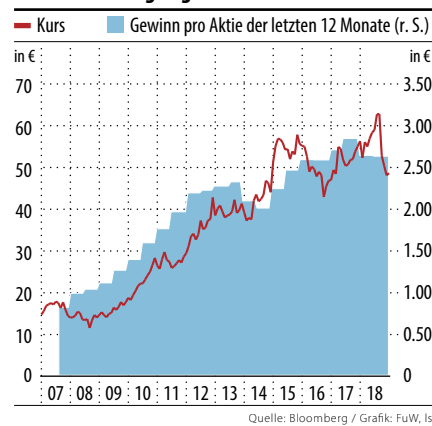
Quantex kaufte zuletzt Titel der Man Group. «Der britische Hedge-Fund-Anbieter verzeichnet weiter Mittelzuflüsse und könnte von einer Aktien- oder einer Obligationenbaisse sogar profitieren», sagt Frech. Die Aktie sei viel zu niedrig bewertet und leide unter einem ungerechtfertigten Brexit-Rabatt. Verkauft hat Quantex die Valoren des Tabakkonzerns Altria nach Ankündigung des überbeurten Einstiegs bei Juul Labs. «Der neue CEO betreibt offensichtlich Empire Building und verschwendet den Cashflow der Aktionäre.» Philip Morris International bleibt Quantex jedoch treu: Das Unternehmen verfüge nicht nur über ein konjunkturfestes Tabakgeschäft, sondern mit dem Tabakstift iQOS auch wieder über eine Option auf Wachstum, für die man nichts bezahlen müsse. Als weitere typische Aktien in den Portfolios nennt Frech Sony, Amgen und Biogen. «Sony ist ein viel zu tief bewertetes, schuldenfreies Konglomerat, dessen angestaubtes Image das starke Wachstum im PlayStation-, Musik- und Sensorchipgeschäft überdeckt.» Die Biotech-Titel überzeugten mit stetigem Wachstum, gesunder Bilanz und fairem Preis.

Auch wenn Value-Anleger keine Makroinvestoren sind, lässt die Konjunktur sie nicht kalt. BWM zum Beispiel hat im vergangenen Herbst wegen der zunehmenden Rezessionsgefahr Aktien aus dem Metallsektor verkauft. SIA schützt das Portfolio mit defensiven Titeln und, wenn die Rezessionsgefahr gross ist, auch mit einer Erhöhung der Cash-Quote. Im Moment sieht Hernandez dafür aber keinen Bedarf. Er beschreibt die aktuelle Abkühlung als Zyklus im Zyklus und vertraut auf Chinas Fähigkeit, die Konjunktur zu stützen.

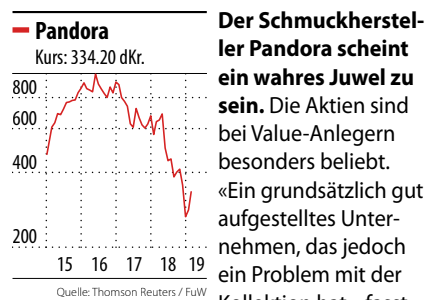
1 Mageres Jahrzehnt für Value-Aktien



2 Stabile Ertragslage bei Viscofan



Pandora – Liebling der Value-Investoren



es Georg von Wyss von BWM zusammen. Auch Marcos Hernandez von SIA erwähnt viel Positives, wenn er über das dänische Unternehmen mit Produktion in Thailand spricht: «Hohe Eintrittsbarrieren, Kostenvorteile, gesunde Bilanz und langfristig gute Wachstumsaussichten. All das zu einem günstigen Preis.» Er hat Pandora deshalb schon vor Jahren ins Portfolio genommen.

Doch so attraktiv die Aktien auch erscheinen, so viel Unheil brachten sie über die Anleger, als wäre der Name Programm: In der griechischen Mythologie ist Pandora eine verführerische Frau, die von Götterva-

ter Zeus eine Büchse mit bislang unbekanntem Übeln erhält. Als Pandora die Büchse öffnet, entweichen Laster, Krankheiten und Tod und verbreiten sich auf der Welt.

Für Anleger sieht das Unheil so aus: Zum Höchst 2016 notierten die Aktien bei 1000 dKr, vier Gewinnwarnungen später sind die Titel noch ein Drittel so viel wert. Im August räumte CEO Anders Colding Friis seinen Posten. Die Suche nach einem Nachfolger läuft.

Wie konnte Pandora so tief fallen? Ein Problem ortet Hernandez im Umbau von einem Grosshändler zu einem Retailer mit eigenen Verkaufsstellen: «Die Herausforderungen einer solchen Umstellung haben wir unterschätzt.» Laut Hernandez befindet sich Pandora jetzt in einer Übergangsphase mit neuem Management und weniger hohen Wachstumsambitionen. Die Zahlen zeigen, dass der Absatz der Charm-Armbänder, dem Hauptgeschäft von Pandora, stagniert. Hernandez sieht darin aber nur eine kurzfristige Mode-Fluktuation. «Charm-Armbänder gibt es schon seit den Ägyptern, sie werden nicht so schnell verschwinden.» In anderen Bereichen nehme der Umsatz weiter zu. Von Wyss

ergänzt: «Pandora hat das Problem mit den Charms schon lange erkannt und die Abhängigkeit davon massiv reduziert.»

Für Hernandez ist Pandora ein typischer gefallener Engel. Das Umsatzwachstum ist kollabiert, die Margen sind gesunken. «Aber der Markt hat überreagiert.» Deshalb mag er die Aktien jetzt noch mehr. Er rechnet mit einem globalen Umsatzwachstum im Schmuckgeschäft in der Höhe des BIP-Wachstums oder mehr.

«Wenn Pandora die Kollektion erfolgreich anpasst, dann liegt ein Umsatzwachstum von 5% drin.» Wenn man das mit einem KGV für 2019 von 8, einer Cashflow-Rendite von 12% und einer Dividendenrendite von 6% gegenüberstelle, sei der Fall klar. Schulden habe das Unternehmen ebenfalls fast keine. Das macht Pandora auch zu einem Übernahmekandidaten. Es gebe verschiedene Interessenten aus dem Private-Equity-Bereich. «Entweder bringt der neue CEO das Unternehmen zurück auf die Erfolgsspur, oder ein neuer Käufer nimmt die Sache selbst in die Hand», sagt von Wyss.