«Small Caps haben in Krisen weniger gelitten»

MITTWOCHSINTERVIEW **Matthias Hug,** Portfoliomanager und Mitgründer von Lakefield Partners, sieht in kleinen Unternehmen grosses Potenzial. Interessant seien Pharma- und Medtech-Werte.

Herr Hug, die Konjunktur lahmt, gleichzeitig verzeichnet der Swiss Performance Index SPI Rekordwerte. Erwartet uns erneut ein düsteres viertes Quartal?
Ich gehe davon aus, dass wir uns im letzten Drittel des Konjunkturzyklus befinden. Wann genau der Abschwung kommt, lässt sich noch nicht prognostizieren. Viel hängt vom Handelsstreit zwischen den USA und China ab: Donald Trump braucht bis Frühling einen Deal, um ihn für den Wahlkampf zu nutzen. Lenkt China nicht ein, wird er den Konflikt weiter eskalieren lassen. Das könnte das Ende des Zyklus im nächsten Jahr einläuten. Wird der Konflikt beigelegt, steht uns eine massive Korrektur vielleicht erst 2021 oder 2022 bevor.

Die Märkte reagieren derzeit sehr sensibel auf schlechte Nachrichten. Sind die Bewertungen zu hoch?
Langfristig betrachtet sind die Bewertungen durchschnittlich. Dennoch laufen diverse Titel Gefahr, heftig zu tauchen. Am grössten ist die Gefahr bei Zyklikern, besonders bei denjenigen mit hoher Bewertung. Eine ausgeprägte Underperformance bis Ende des Wirtschaftszyklus erwarte ich von zyklischen Industrien. Seit vergangenem Sommer haben Investoren ihre Positionen in diesem Sektor abgebaut. Dieser Abbau wird bei sich weiterhin abkühlender Konjunktur weitergehen.

Haben Sie Ihr Portfolio schon in defensive Werte umgeschichtet?
Wir haben bei den Mid und Small Caps derzeit ein starkes Übergewicht in defensiven Titeln. Massiv reduziert haben wir unser Engagement in Industrie- und Technologievaloren. Auch bei zyklischen Finanzdienstleistern bauen wir ab.

Und trotzdem sind Sie mit Vontobel, Swissquote und der Berner Kantonalbank gleich in drei Banken investiert.
Vontobel hat aus meiner Sicht in den letzten Jahren die beste Leistung im Schweizer Bankensektor gezeigt. Seit 2013 hat sie Ertrag und Gewinn jedes Jahr gesteigert, und mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14 sind die Aktien günstig. Swissquote hat 2018 Rekordergebnisse erzielt. Und bei der Berner Kantonalbank gehe ich davon aus, dass sie sich bis zum Ende des Zyklus überdurchschnittlich gut halten wird.

Swissquote ist an der Börse seit Mitte 2018 massiv abgestraft worden und liegt bei den Bankwerten derzeit weit hinten. Die hohen Kosten bereiten den Anlegern Sorge.
Dass die Kosten im laufenden Jahr höher sind, ist wachstumsbedingt und hat mit der Integration der Luxemburger Internaxx Bank sowie dem Ausbau in Asien zu tun. Investitionen in Wachstum sind aber per se nichts Schlechtes – im Gegenteil. Swissquote hat mit ihrer Expansionspolitik weiterhin Potenzial, gleichzeitig hält sie die Margen stabil. Der Markt hat meines Erachtens zu kurzfristig reagiert.

Warum sollten Anleger mit Blick auf das Ende der Boomphase in Small und Mid Caps investieren?
In vergangenen Krisen haben Mid Caps zwar mehr gelitten als Large Caps, Small Caps dafür weniger. Das liegt daran, dass Small Caps nicht geshortet werden können und der grossen Spreads wegen kein High Frequency Trading stattfindet. Ein Portfolio aus Small und Mid Caps ist somit nicht unbedingt riskanter als eines aus Large Caps – es kann sich in Krisenzeiten sogar als bessere Wahl erweisen.

Dafür lassen sich auf Small Caps kaum Indexinvestitionen eingehen. ETF sind rar.
Für Anleger in Einzeltitel ist das in der Phase des Abschwungs ein Vorteil. Verkaufen Indexinvestoren ihre ETF auf Mid- und Large-Cap-Indizes, drückt das die Preise aller Titel. Beim SPI Small haben wir diesen Effekt nicht. Es gibt deshalb Aktienkurse, die sich auch in Krisenzeiten kaum bewegen. Nehmen wir die Berner Kantonalbank: Während der Finanzkrise blieb der Kurs pfeilgerade.

BILD: ZVG

Matthias Hug: «Small Caps sind keinesfalls ein Garant für Krisenresistenz.»

Investora Zürich

Die Investora Zürich bringt am 18. und 19. September in der Samsung Hall in Zürich Stettbach Top-Führungskräfte von mehr als drei Dutzend kotierten Schweizer Unternehmen aus dem Small- und Mid-Cap-Segment mit Investoren zusammen. Die Präsentationen der Unternehmen werden umrahmt von Gesprächsrunden zu börsenrelevanten Themen.

Die Konferenz richtet sich an institutionelle und qualifizierte Investoren, Analysten, Vermögensverwalter und Anlageberater. «Finanz und Wirtschaft» ist wie SIX Exchange Service, BDO, Mirabaud, Schellenberg Wittmer und Alantra Partner der Investora Zürich.

Small Caps als krisenresistente Anlage?
Small Caps sind keinesfalls ein Garant für Krisenresistenz. Bei Zyklikern kann es zu regelrechten Verkaufswellen kommen.

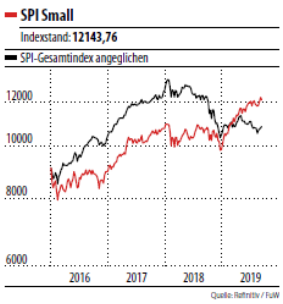
Von der guten Entwicklung im ersten Quartal haben kleinkapitalisierte Werte so gut wie nicht profitiert. Der SPI Small liegt zum Jahresauftakt weit hinter dem SPI zurück.
Ein Grund ist, dass Small Caps Ende 2018 weniger unter die Räder gekommen sind als Mid Caps. Langfristig haben sie sich klar besser entwickelt.

«Medacta ist eine Perle, die der Markt noch nicht richtig wahrgenommen hat. Sie könnte die nächste Straumann werden.»

Mit knapp 3% Performance tritt der Index aber richtiggehend auf der Stelle.
Dass Mid und Large Caps besser gelaufen sind, liegt auch am starken Franken. Ausländische Investoren haben ihre Schweizer Titel dieses Jahr aufgestockt – und Ausländer investieren in der Regel nur in Schweizer Mid und Large Caps.

Welche Zykliker ausserhalb der Finanzbranche gefallen Ihnen?
Logitech zeichnet sich wiederholt durch Innovation aus. Seit 2013 hat sie Umsatz und Gewinn jedes Jahr gesteigert. In Anbetracht des Wachstums ist die Bewertung nicht zu hoch. Höher bewertet und trotzdem immer noch attraktiv ist Partners Group. Auch wenn sich Investoren fragen müssen, ob sie den Taucher mitnehmen wollen, den der Investmentanbieter am Ende des Konjunkturzyklus machen wird. Ausserdem empfehlen sich die Logistiker Interroll und Kardex. Das Online-Versandgeschäft boomt weiterhin, was ihnen anhaltendes Wachstum bringt.

Sind Interroll und Kardex nicht eher etwas für risikofreudige Investoren?



Beide Unternehmen verzeichnen immer noch starkes Wachstum. Für Anleger, die darauf spekulieren, dass der wirtschaftliche Abschwung noch zwei bis drei Jahre länger ausbleibt, bieten sie sich an. Ihr Erholungspotenzial ist gross.

In welcher Branche finden sich lohnende defensive Titel?
In Pharma und Medtech finden sich gleich mehrere attraktive Firmen: Von Bachem erwarte ich jährlich ein zweistelliges Gewinnwachstum. Ebenso von Siegfried und Vifor Pharma. Der Hörgerätehersteller Sonova hat in letzter Zeit einige innovative Produkte lanciert und ist im Moment sehr fit. Auch Straumann wächst weiterhin stark. Zugegeben, all diese Valoren sind nicht günstig. Sie bleiben aber trotz hoher Bewertung attraktiv.

Teuer sind teilweise auch die Börsennovizen. Sind sie überbewertet?
Tatsächlich ist vieles von dem, was in den letzten zwei Jahren an die Börse gekommen ist, überbezahlt. Eine Ausnahme ist Medacta: Der Implantathersteller ist eine der Perlen, die der Markt noch nicht richtig wahrgenommen hat. Wenn er sein Geschäft wie geplant ausbaut, hat er einen riesigen Markt vor sich. Medacta könnte die nächste Straumann werden.

Was ist mit Papieren ausserhalb von Pharma und Medtech?
Mit Ausblick auf das Ende des Konjunkturzyklus ist der Berner Energieversorger BKW optimal positioniert. Nächstes Jahr fallen die Kosten für die Absicherung der Strompreise weg, was die bereits gute Profitabilität erhöht. Von den Konsumgüterherstellern bietet sich Emmi an. Sie ist im Ausland stetig gewachsen und hat mit 15% eine für ihre Branche gute Eigenkapitalrendite. Ebenfalls attraktiv sind dank stetem Ausbau des Angebots die Aktien der Jungfraubahn.

Kleine Valoren wie Jungfraubahn sind illiquid. Riskieren Anleger bei Kursschocks nicht, ungewollt investiert zu bleiben?
Bei grösseren Investitionen empfiehlt sich ein Blick auf die Liquidität immer. Aber natürlich, je kleiner ein Unternehmen, umso grösser die Gefahr von Illiquidität. Handkehrum kann das auch auf ein sehr stabiles Aktionariat hindeuten, das dem Unternehmen auch in Krisenzeiten treu bleibt. Mit dem Effekt, dass solche Papiere Kurskorrekturen nicht mitmachen.

Von welchen Titeln lassen Sie die Finger?
Temenos ist eine riskante Anlage: Zwar gehören die Aktien zu den Topwerten, geht nun aber das Wachstum zurück, wird die Korrektur entsprechend hoch sein. Zumal sie mit einem KGV von 65 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 40 extrem teuer sind. Die Versandapotheke Zur Rose ist angesichts dessen, dass sie keinen Profit liefert, derzeit überbewertet.

INTERVIEW: STEFAN KRÄHENBÜHL

Markttechnik

Consumer Staples bleiben Favorit

Die Börse eilt der Konjunktur um mehrere Monate voraus. Das geht jedoch aus den breit aufgestellten, nach Ländern organisierten Indizes meistens nicht hervor, weil die Aktien grosskapitalisierter Unternehmen diese prägen. Sie sind weniger dem Konjunkturwind ausgesetzt als kleinere Unternehmen.

Ferner sind alle Sektoren in den grossen Indizes wie S&P 500, Stoxx 600 und Nikkei 225 bzw. Topix vertreten, unabhängig davon, welchen konjunkturellen Einflüssen sie ausgesetzt sind.

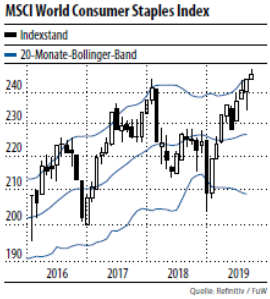
Ein kurzer Rückblick

Im Laufe des Jahres 2018 signalisierten immer mehr Sektoren, dass die Börsenteilnehmer ihre Konjunkturerwartungen zurückschraubten. Den Anfang machten im Januar Financials und Industrials. Im Mai folgte Energy und im Juni Materials. Was sich anfänglich als Wende relativer Trends zum MSCI Welt manifestierte, erwuchs zu signifikanten Abwärtstrends der effektiven Preise, die auch nach der Erholung im Laufe dieses Jahres zweistellige Abschläge zu ihren Spitzenkursen 2018 aufweisen.

Zu neuen Höchstkursen stiegen nur drei MSCI-Sektoren, nämlich Information Technology, Utilities und Consumer Staples. Einige der insgesamt 69 Industrien, die unter den MSCI-Sektoren angesiedelt sind, haben sich jedoch sehr gut entwickelt, sogar wenn deren Sektoren selbst einen eher schwachen bis negativen Verlauf nahmen.

Der Markt ist, wie Friedrich A. von Hayek uns lehrte, ein Entdeckungsprozess. Seine Botschafter sind die relativen Preise. Das Bild, das sich aus der Vernetzung einer grossen Datenmenge ergibt, ist jenes eines Marktes, in welchem mit grosser Sorgfalt Aktien ausgewählt werden, deren Emittenten solide fundamentale Zahlen aufweisen, innovativ sind und Wachstum versprechen.

MSCI World Consumer Staples Index



Eine alte Tugend

Das Kursmuster signalisiert nicht spekulative Dynamik und ebenso wenig, dass die Umstände als grundsätzlich positiv für die Anlageklasse Aktie angesehen werden. Wir leben nach wie vor in einer Zeit, in welcher die alten Tugenden, die nach Wilhelm Röpke im Wägen und Wagen bestehen, die Handlungsweise der Akteure prägen. Die Analyse der Makrodaten ist in den Hintergrund geraten, und die Bereitschaft, zu spekulativem Galopp anzusetzen, wie von April 1998 bis März 2000, fehlt komplett.

Consumer Staples ist ein Profiteur des Narrativs, das aus meiner Sicht Innovation und Qualität lautet. Nach Regionen aufgeteilt gibt es keinen Unterschied zwischen Nordamerika und Europa. Asien-Pazifik schneidet wegen der japanischen Konstituenten schlecht ab. Die relative Attraktivität dieser Region zu Europa und Nordamerika liegt bei einem Faktor von 0,91.

In allen sechs Industrien liegt Japan weit hinten. Nordamerika führt in Food & Staples Retailing und Household Products, Europa in Food Products und Personal Products. Die Unterschiede in Beverages sind klein. Tobacco ist in allen drei Regionen negativ aufgestellt.

In Asien-Pazifik sind nur 36% der Aktien aus diesem Sektor in einer positiven technischen Verfassung, in Nordamerika 66%. Europa schneidet mit 70% positiven Aktien am besten ab. Der Sektor bietet somit mit einem positiven Momentum und einer positiven Marktbreite in Europa die Chance, mit der Auswahl von europäischen Aktien einen regionalen Ausgleich zugunsten Europas herbeizuführen und dafür in den Sektoren, in denen Nordamerika stärker ist als Europa, sich auf nordamerikanische Titel zu konzentrieren. Das ist der Fall in Utilities, Real Estate und Information Technology.

ALFONS CORTÉS www.alfonscortes.com

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

Meinungen zur Börsenlage

Vifor und Fiserv

Die relativ gute Konjunkturlage und die lockere Geldpolitik stützen Aktien weiterhin, doch die Risiken sollten nicht unterschätzt werden. Unter den einzelnen Aktien empfehlen wir Vifor, Fiserv und Leonardo zum Kauf. Bei Vifor wird das Potenzial der Eisenpräparate in den USA und Asien sowie die Kooperation mit Fresenius Medical Care unterschätzt. Fiserv ist das grösste Fintechunternehmen in den USA, mit unterschätztem Synergiepotenzial nach diversen Akquisitionen. Leonardo hat eine Reihe guter Ergebnisse vorgelegt, die von den Bereichen Defence Electronics & Security und Helikopter getragen werden. **VT WEALTH MANAGEMENT**

Tech-Titel

Die Bewertungen gewisser Technologieunternehmen waren letzthin etwas zu hoch. Vor allem Firmen wie Lyft, Uber oder auch Slack konnten nach ihrem Börsengang die hohen Bewertungen nicht halten. Auch Palantir und Wework werden ihre erzielten Bewertungen bei einem IPO kaum bestätigt sehen. Der liquide Markt ist bezüglich der Aufnahme von unprofitablen Tech-Firmen gesättigt. Sie haben mittelfristig einen schweren Stand, eine gute Kursrendite zu erzielen. Technologiewerte sind generell weiterhin spannend. Es sind traditionelle Firmen aus dem Software- und Halbleiterbereich zu bevorzugen. **DIEM CLIENT PARTNER**

Zykliker

An den Aktienmärkten ist die Zuversicht gestiegen, vor allem wegen der Hoffnung auf Zinssenkungen der US-Notenbank. Davon profitierten vor allem Finanzwerte, aber auch Ölaktien und Industrietitel haben sich überdurchschnittlich entwickelt. Wir gehen davon aus, dass es in den USA und anderen Ländern zu weiteren Zinssenkungen kommt und sich die globale Wachstumsdynamik etwas erholt. Dies sollte sich positiv auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen auswirken und die Aktienkurse unterstützen. Zunächst dürfte sich die Erholung zyklischer Aktien fortsetzen. Haupttreiber der Hausse bleiben aber auch künftig Technologieaktien. **BANK JULIUS BÄR**

Dividendentitel

Im Konjunkturabschwung ist die Frage, in welche Aktien investiert werden soll. Dividendentitel sind eine attraktive Ertragsquelle, nicht zuletzt, weil die Anleiherenditen eingebrochen sind. Sie bieten diverse Vorteile: Sie stammen oft von Unternehmen mit risikoärmeren Geschäftsmodellen und robusteren Cashflows. Bei erhöhter Volatilität zeichnen sie sich durch geringere Verluste sowie eine überdurchschnittliche risikobereinigte Performance aus. Dividendenstrategien bieten dank ihrer niedrigen Korrelation mit anderen Aktienstilen grosse Diversifizierungsvorteile. Besonders risikoscheue Investoren sollten diese defensive Option in Betracht ziehen. **CREDIT SUISSE**